

通胀接力对市场的影响

长江证券研究所策略研究小组

分析师：包承超 执业证书编号：S0490518040002

分析师：邓宇林 执业证书编号：S0490520080020

2021年5月6日

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

- **大势研判：5月指数震荡，但市场不会转熊，结构性机会依然突出，风格偏向价值和中小盘。**
- ✓ **1) 5月指数仍偏谨慎，但市场不会转熊。** 4月，金融市场流动性环境相对充裕，指数估值明显抬升。5月，通胀预期仍强、政府债发行量或将抬升、结构估值溢价仍在高位、剩余流动性处紧平衡，5月指数观点偏谨慎。
- ✓ **2) 一季报情况较优，结构行情突出。** 剔除基数效应，一季报情况依然较好。制造业资本开支缓步升温、偿债意愿仍强、“民企”及“龙头”是资本开支意愿提升的结构亮点。
- ✓ **3) 风格偏向价值和中小盘。** 通胀和实际利率向上，价值风格和中小盘风格占优。

- **行业配置：增配一季报优质“隐形冠军”，维持通胀链与疫情链的配置。**
- ✓ **1) 一季报“隐形冠军”：** 关注股权激励助推下，一季报业绩亮眼且过往表现良好、具备成长潜力的“隐形冠军”。
- ✓ **2) “通胀受益”组合：** 结合前两轮PPI上行期表现与产业生命周期视角，筛选：①涨价环境下毛利率仍上行的行业。②本轮涨价尚未传导，后续或有机会的行业。
- ✓ **3) “疫情影响”组合：** ①海外供给不足，进口+出口替代。②2020年外需受损，2021年外需订单快速修复。

- **主题配置：关注国企股权激励**
- ✓ **央企改革加速，** 央企上市公司对业绩目标等要求明显强化，预计国企上市公司股权激励、资产整合再提速。

目 录

- 01 权益市场不会转熊，结构机会依然较多**
- 02 经济复苏利率上行，风格偏向中盘价值**
- 03 财报优选隐形冠军，继续关注通胀传导**
- 04 国改任务再次明确，关注股权激励线索**

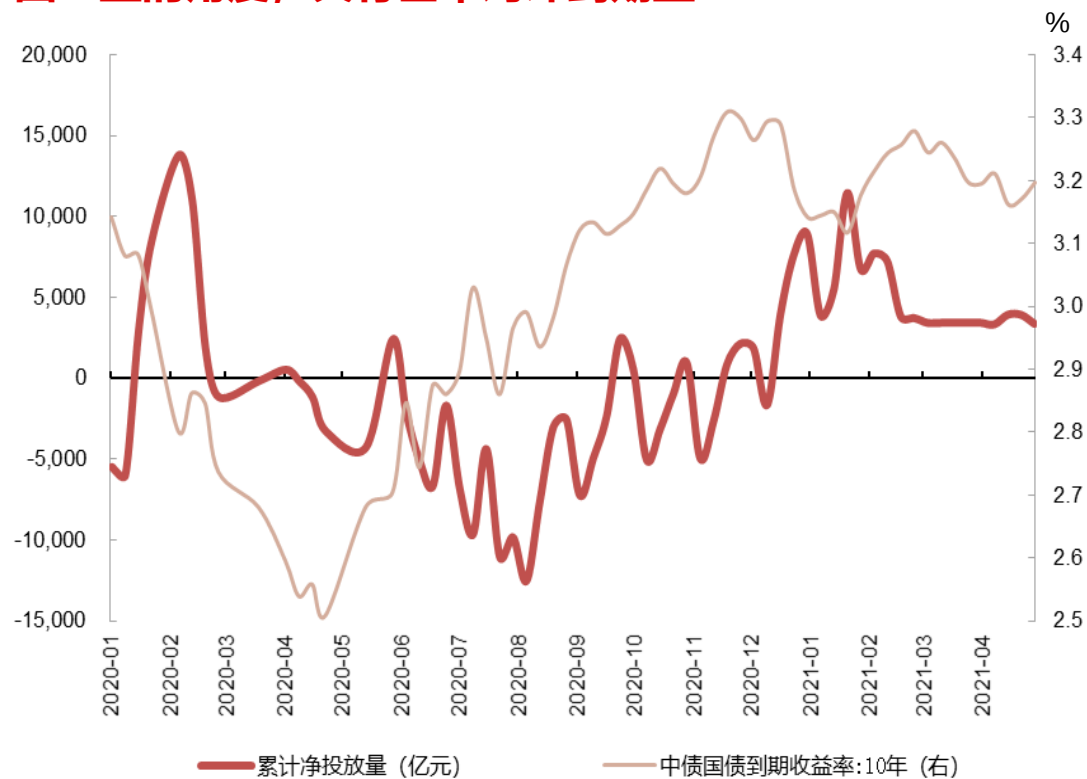
01

大势研判

权益市场不会转熊，结构机会依然较多

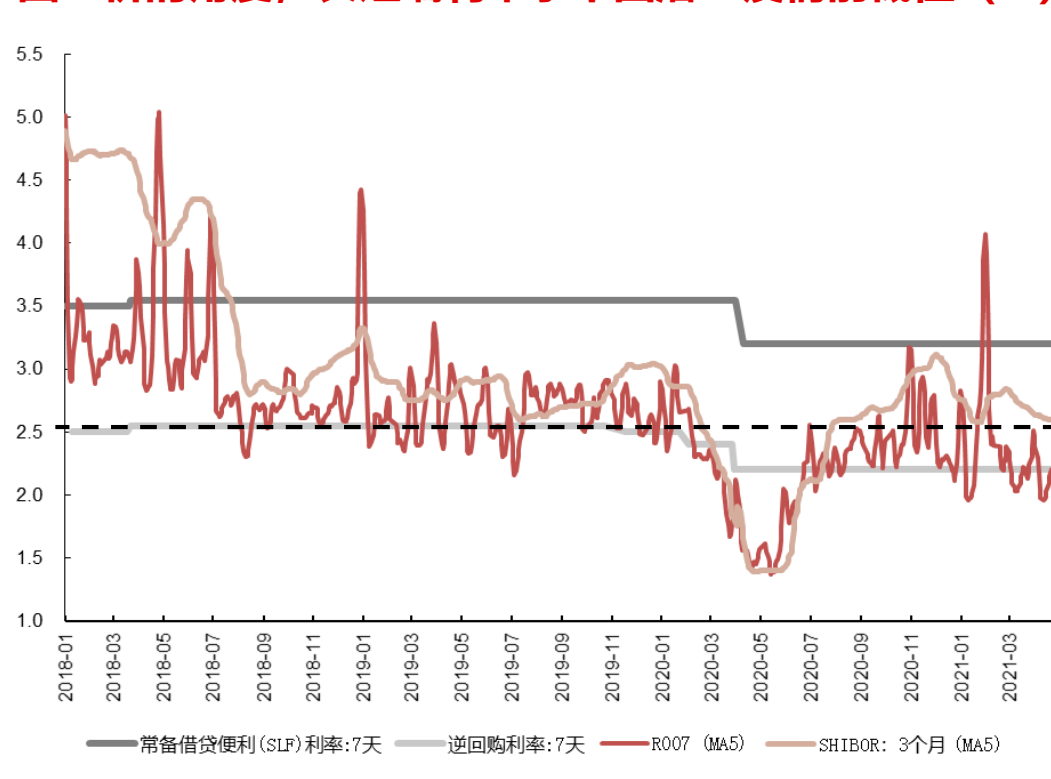
- 宏观流动性仍相对偏松，尤其是“价”。导致在最近一个多月时间，长久期资产（权重股）整体拔估值幅度很强。
- 加之近期对后市经济预期较为悲观，使得风格再次出现倾斜。

图：量的角度，央行基本对冲到期量



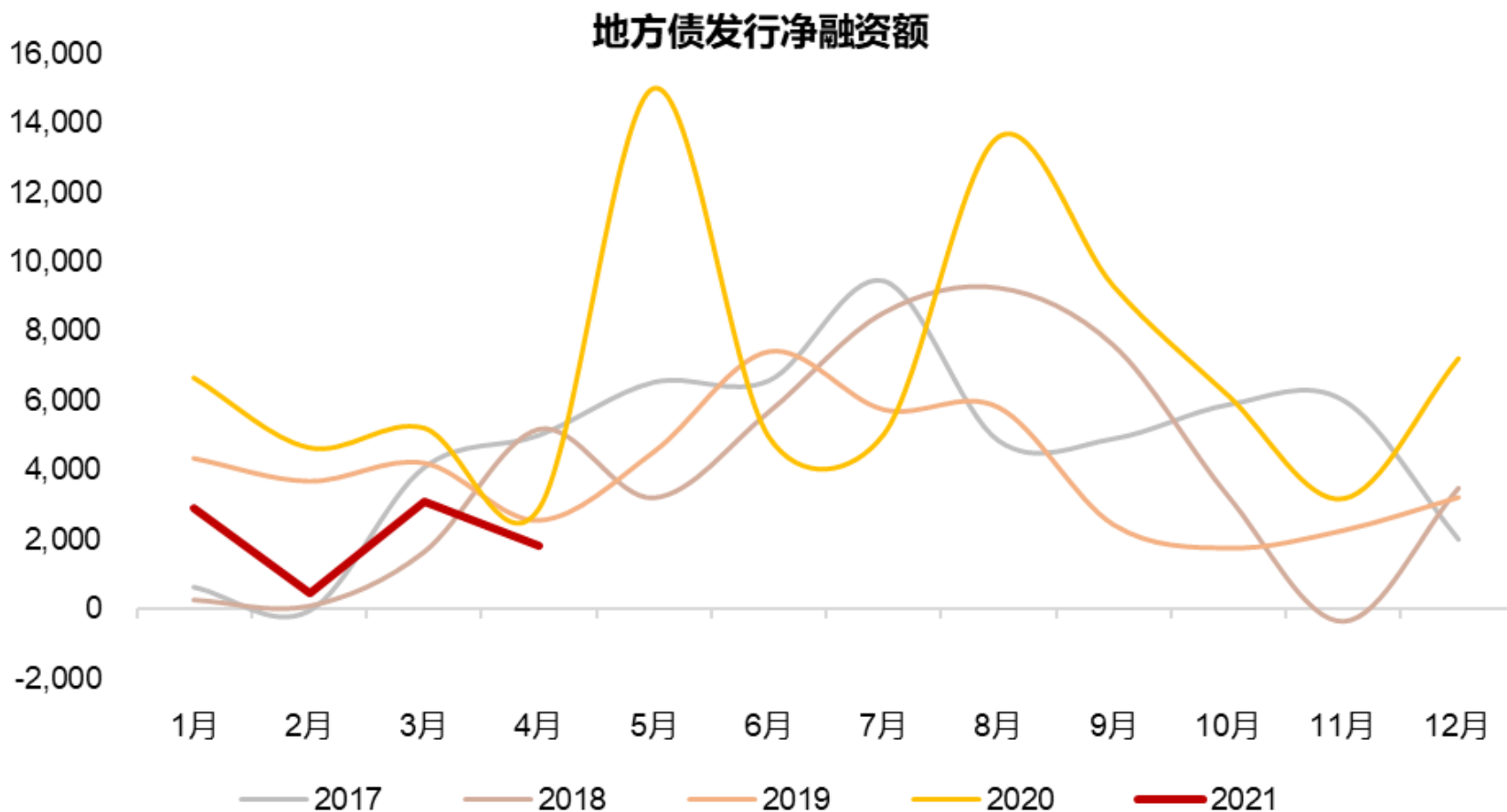
资料来源：Wind，长江证券研究所

图：价的角度，长短端利率水平回落至疫情前低位（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

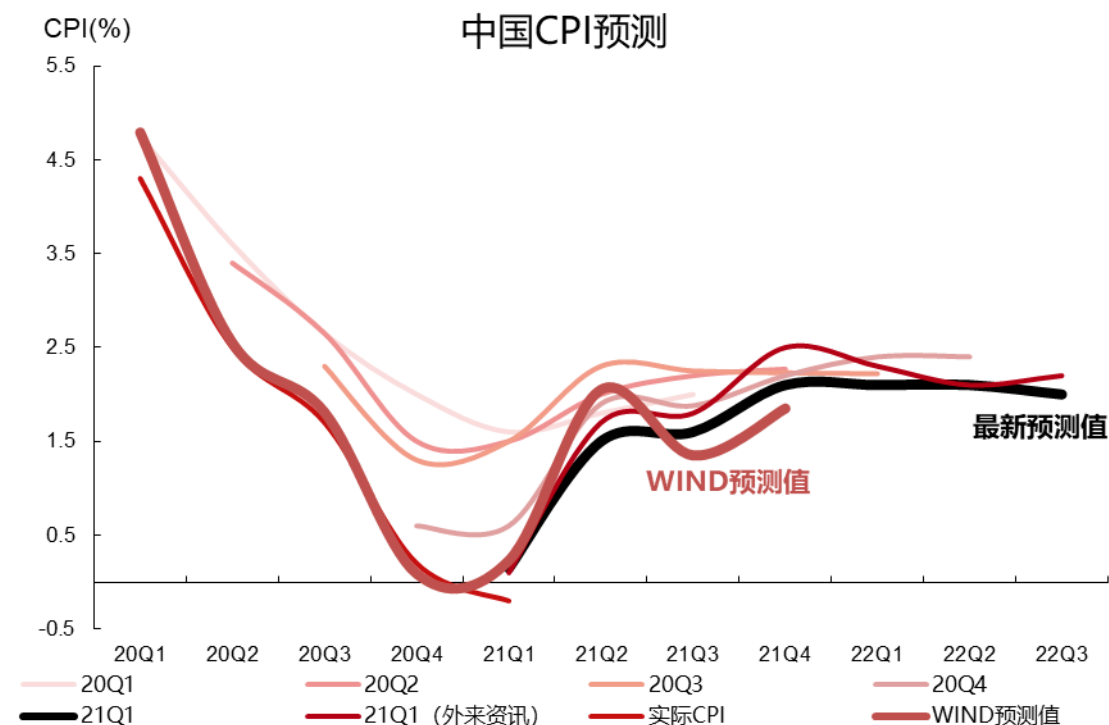
图：一季度政府债净融资额低位，后续可能放量（亿元）



核心问题1：估值抬升能否持续？二季度后续较难

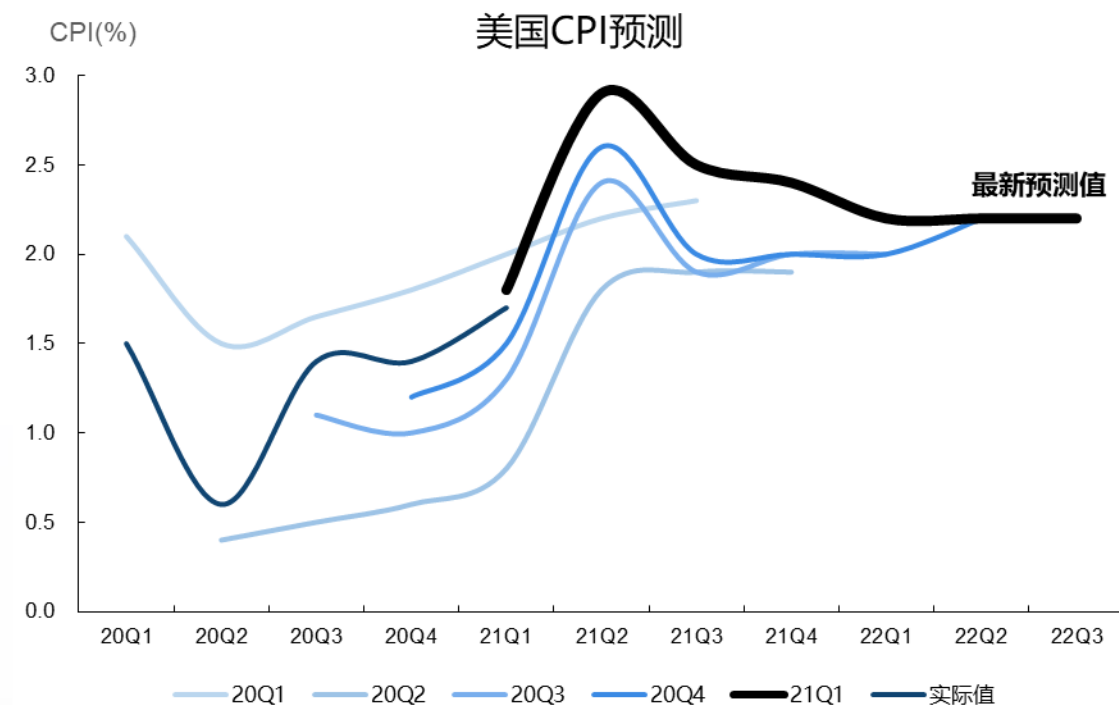
➤ 中美通胀预期在不断上调，且市场预期2021H2通胀水平仍将维持高位。

图：中国CPI预测



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究所

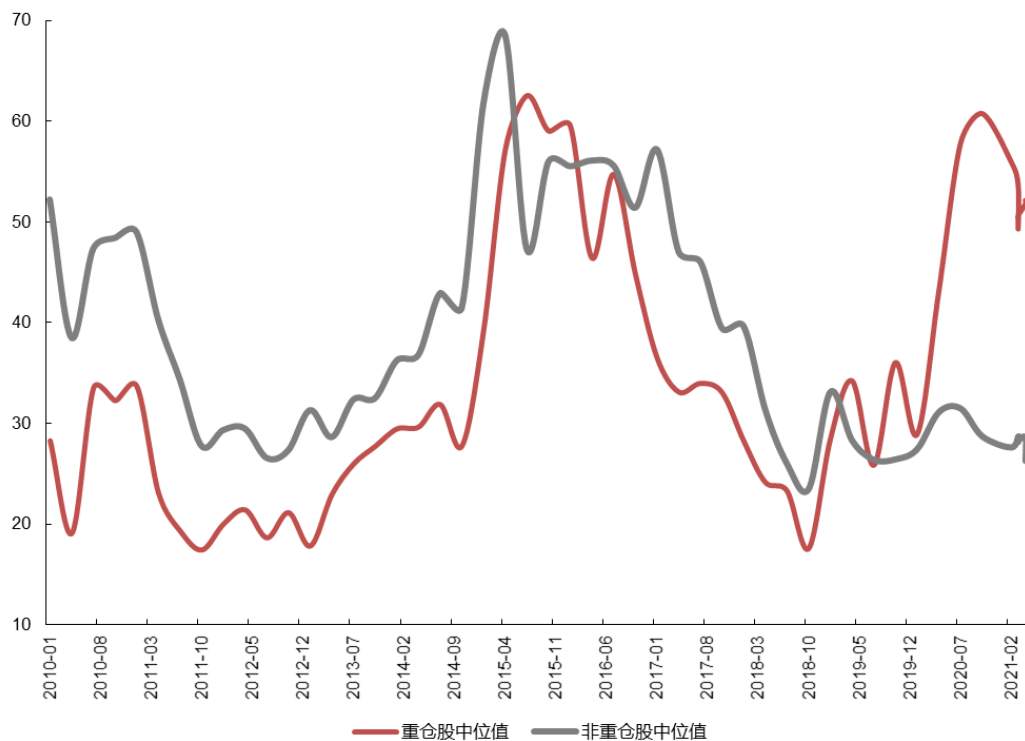
图：美国CPI预测



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究所

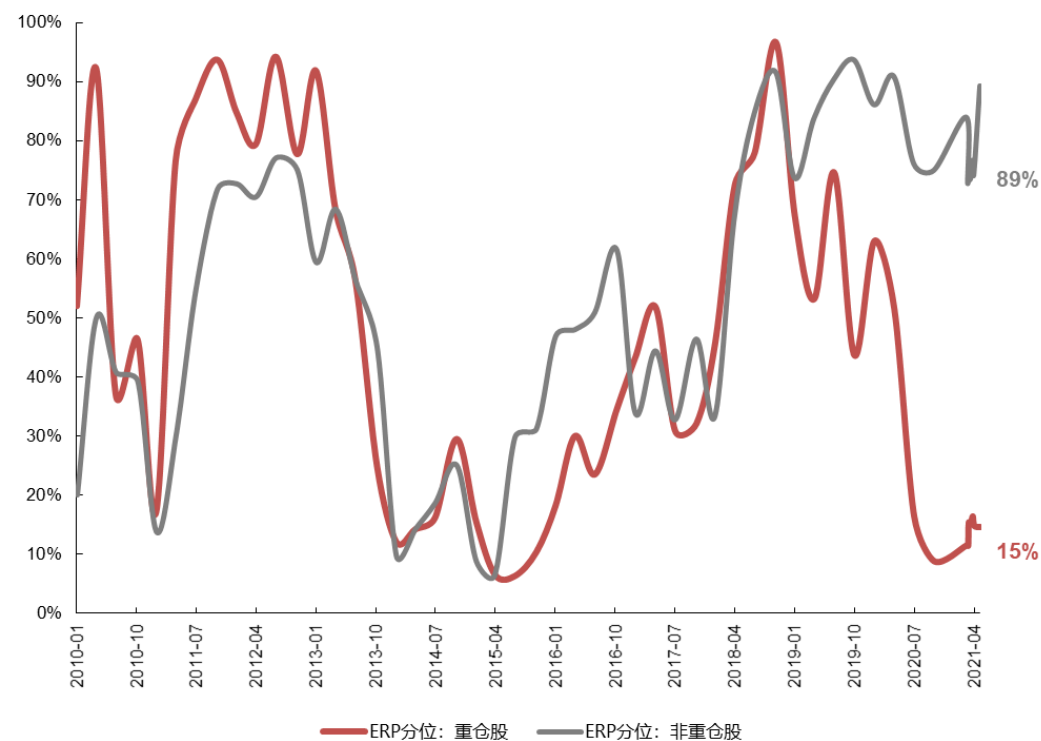
- **4月重仓股ERP下降，非重仓股ERP提升。**4月重仓股PE估值中位数小幅升至52.1，而非重仓股则降至26.3。风险溢价方面，重仓股ERP历史分位降至15%，非重仓股则升至89%分位。

图：4月重仓股PE中位数提升，非重仓股则下降



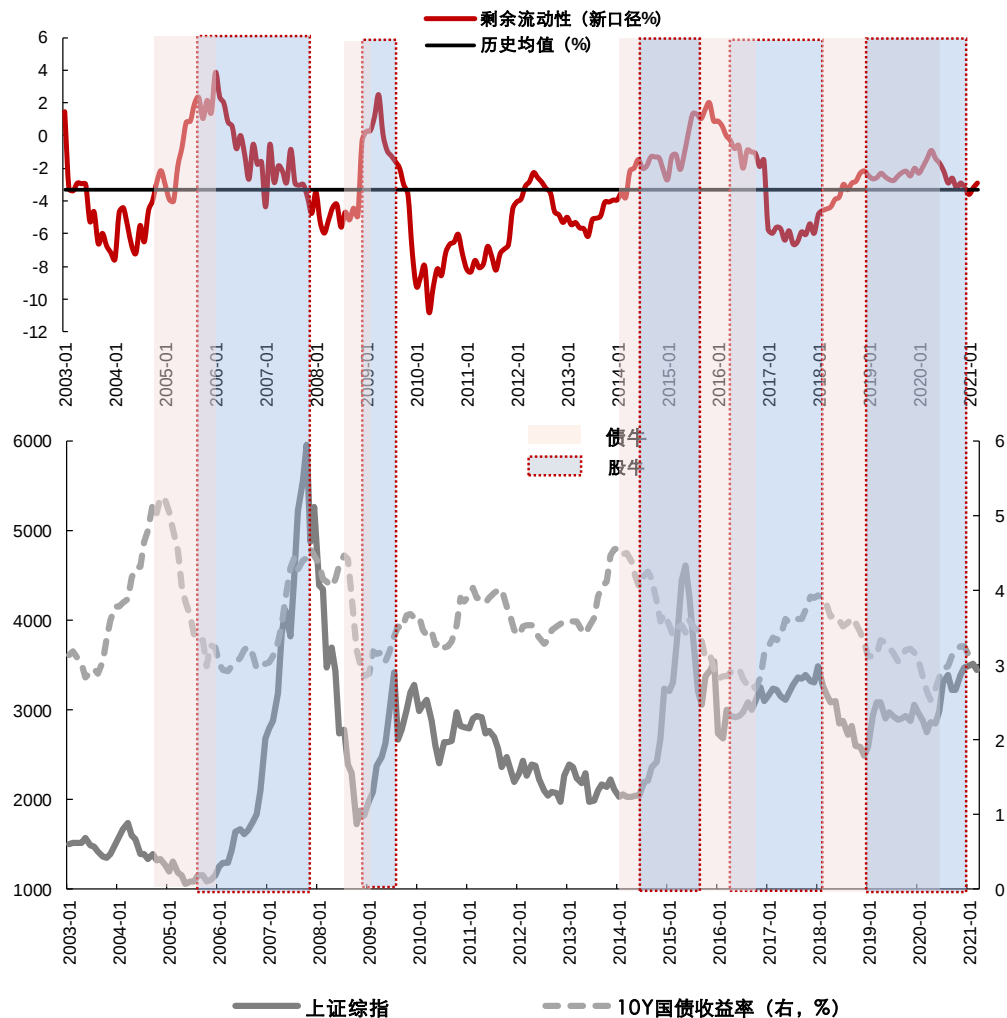
资料来源：Wind，长江证券研究所

图：重仓股ERP下降，非重仓股ERP提高



资料来源：Wind，长江证券研究所

图：剩余流动性框架下，估值系统性抬升有难度

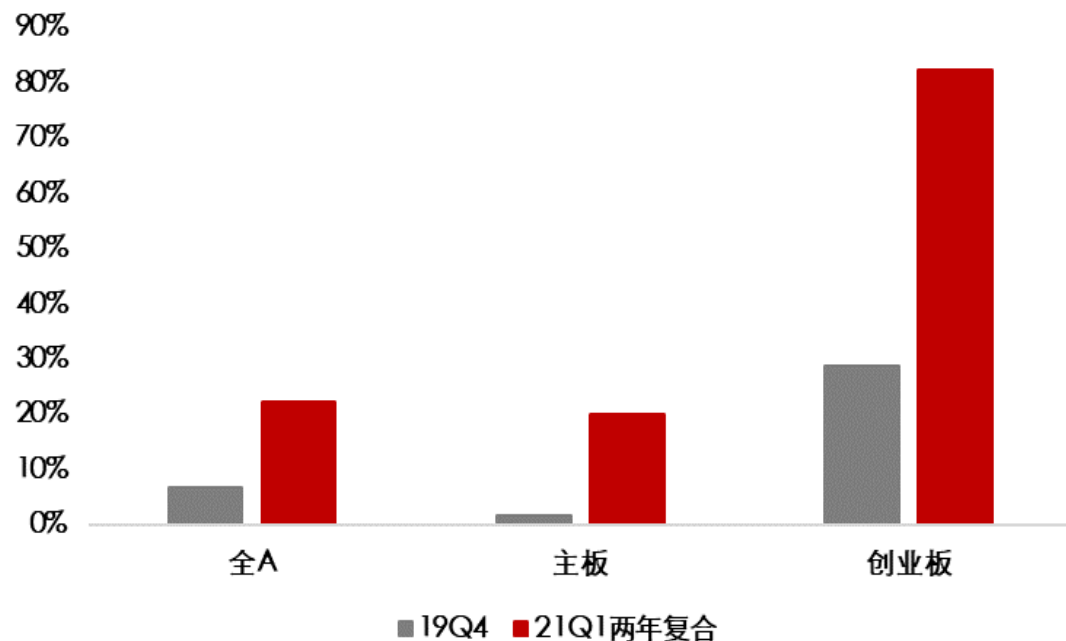


- 短期来看，剩余流动性依然紧张，估值中枢或难进一步抬升。自去年5月以来，剩余流动性接连下行。到11月后，社融拐点确认，信用环境收缩。年初以来，社融增速下降幅度超过M2同比增速，剩余流动性开始抬升，3月升至历史均值线以上，但仍处紧平衡状态。
- 中期来看，剩余流动性2021年会有小幅抬升，但回到2020年上半年状态难度很大，估值中期系统性抬升仍有难度。2021年货币与信用的组合通过长江策略的“杠杆率模型”测算，剩余流动性相对当前位置有小幅抬升，2021年股债平衡度相对2020年更高。

核心问题2：季报业绩整体如何？剔除基数影响仍较好

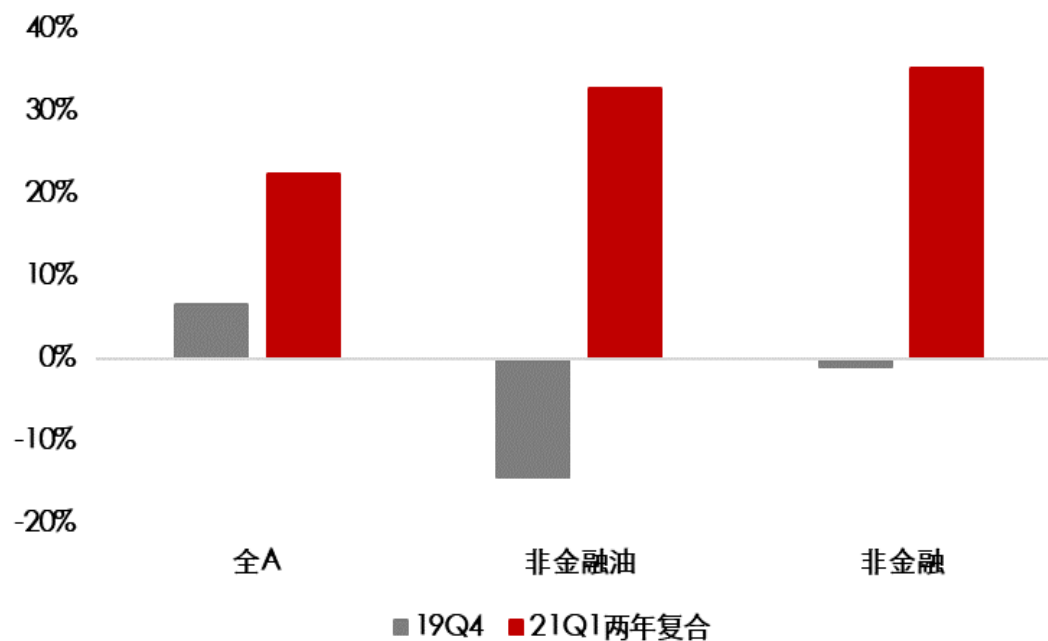
- 若剔除基数效应，全A 2021Q1单季度业绩两年复合增速相较2019Q4明显提升。
- 全A 2021年两年复合增速较2019年四季度增速6.58%增长15.66个百分点至22.24%，非金融较2019年四季度的增速-1.01%增长36.21个百分点至35.20%。
- 创业板2021年两年复合增速较2019年四季度增速28.66%增长53.65个百分点至82.31%。

图：全A 2021年两年复合增速较2019Q4明显增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

图：非金融2021年两年复合增速较2019Q4明显增长

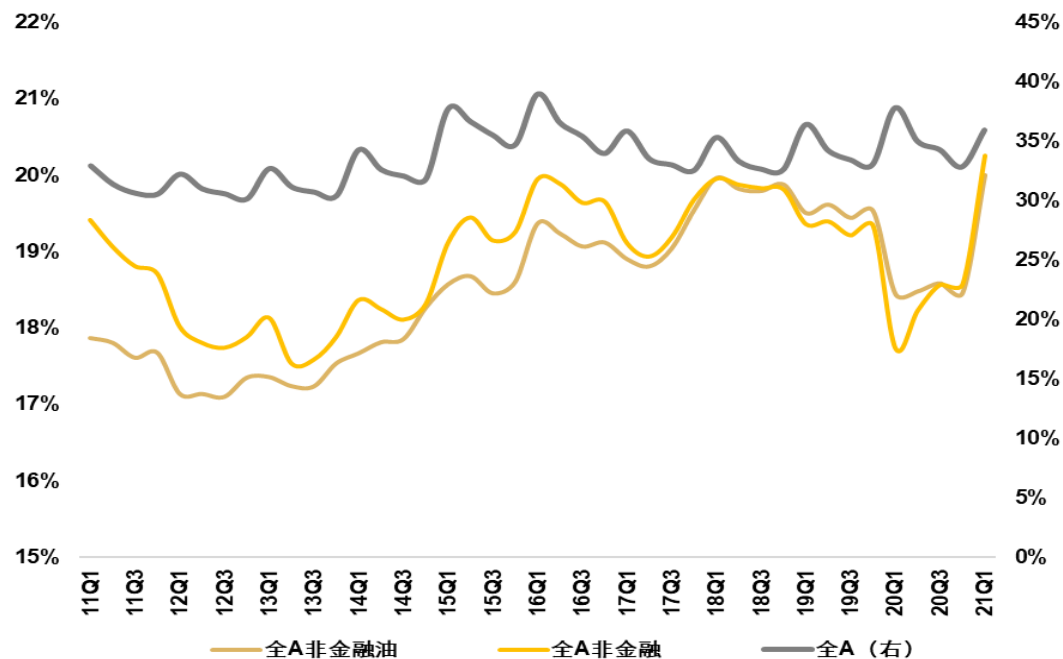


资料来源：Wind，长江证券研究所

核心问题2：季报业绩整体如何？剔除基数影响仍较好

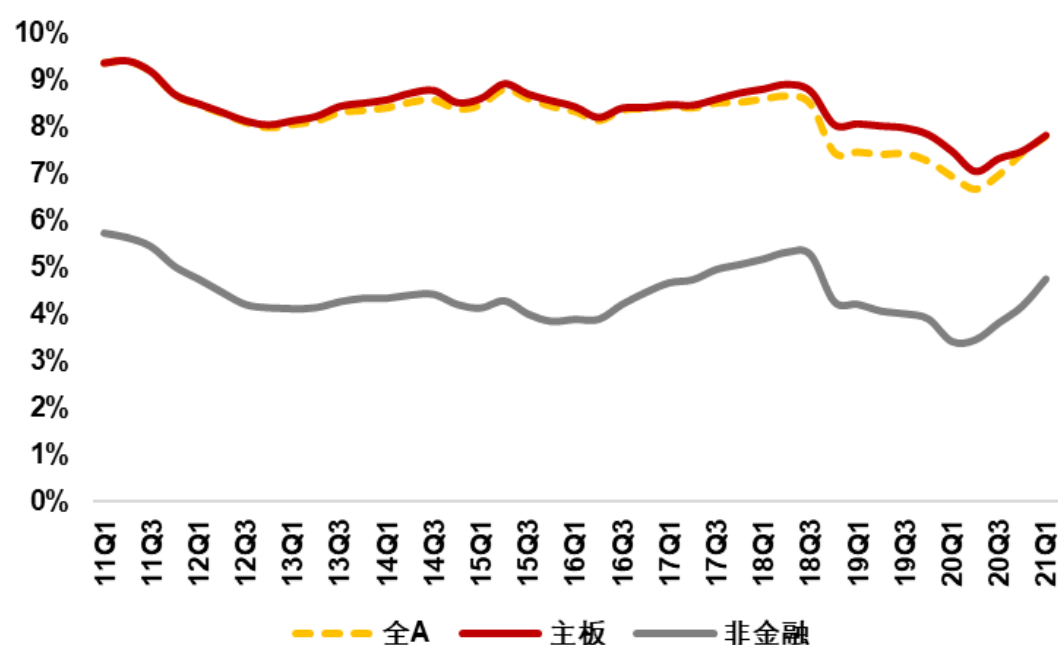
- 从盈利水平看，全A及非金融一季度毛利率（TTM）均提升，销售净利率（TTM）也有所提升。
- 全A毛利率较年报的32.79%增加3.09个百分点至35.88%。
- 非金融毛利率较年报的18.57%增加1.68个百分点至20.25%，非金融油毛利率较年报的18.45%增加1.54个百分点至19.99%。
- 销售净利率方面，全A一季报销售净利率7.79%，较年报的7.44%增加0.35个百分点。主板销售净利率7.81%，较年报7.47%增加0.34个百分点，非金融净利率较年报上升0.58个百分点至4.76%。

图：非金融板块一季度毛利率（TTM）上行



资料来源：Wind，长江证券研究所

图：全A、主板及非金融一季度净利率（TTM）提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

09

核心问题2：季报业绩整体如何？剔除基数影响仍较好

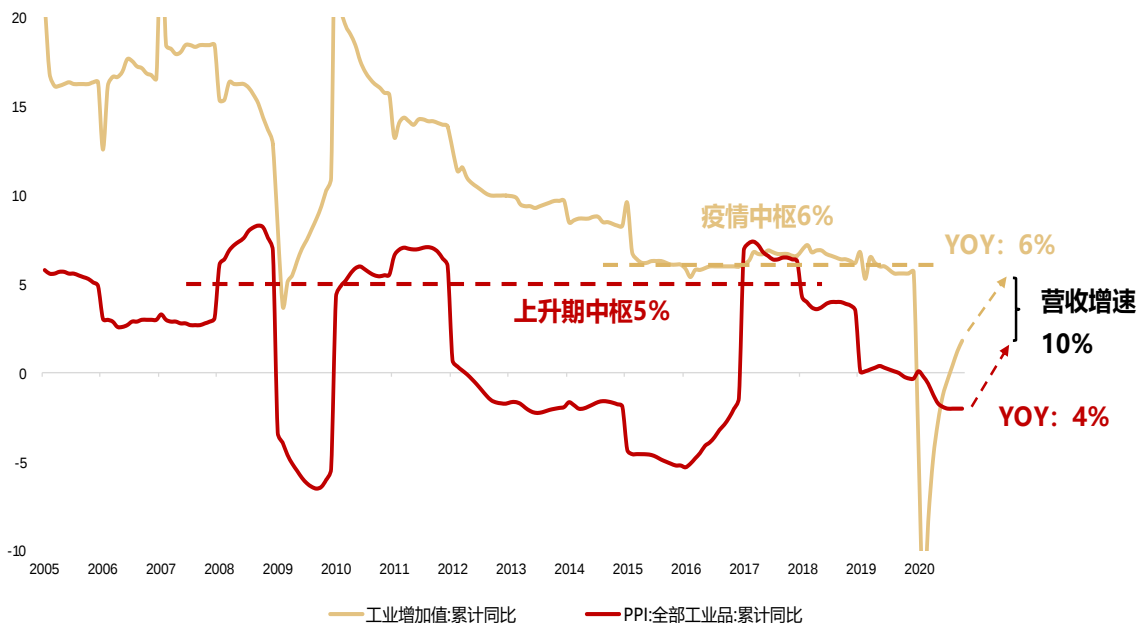
■ 收入增速：量价双升，2021年全A非金融累计同比增速预计10%。

- 为刻画2021年全A非金融营收增速，以“工业增加值×PPI”的累计同比增速进行预测，其中工业增加值和PPI分别表征“量”和“价”。
- 预计国内工业增加值累计同比增速为6%，PPI累计同比增速为4%，两者叠加下，预测2021年全A非金融企业营收累计同比增速为10%。

■ 归母净利率：杜邦拆解，非金融年度归母净利率水平预计4.4%。

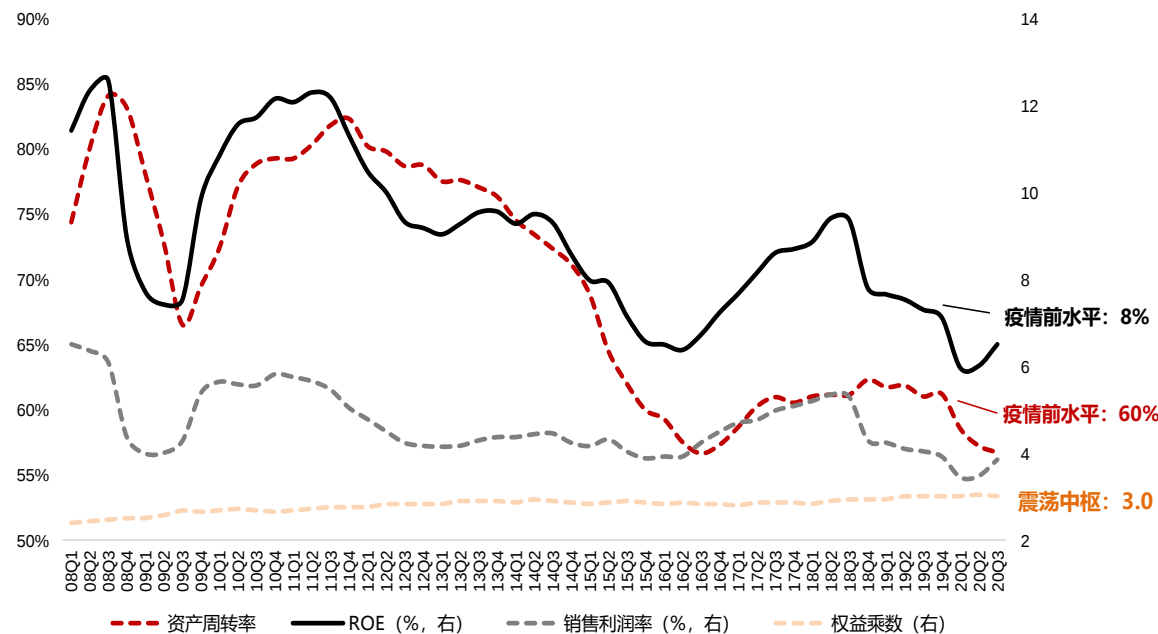
- 杜邦分析下，假设非金融板块2021年ROE升至疫情前水平（8.0%），资产周转率接近疫情前水平（60%），权益乘数在3.0左右震荡，则2021年全A非金融板块归母净利率水平预计4.4%。

图：量价双升，2021年全A非金融营收累计同比增速预计10%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图：杜邦拆解，全A非金融年度归母净利率水平预计4.4%

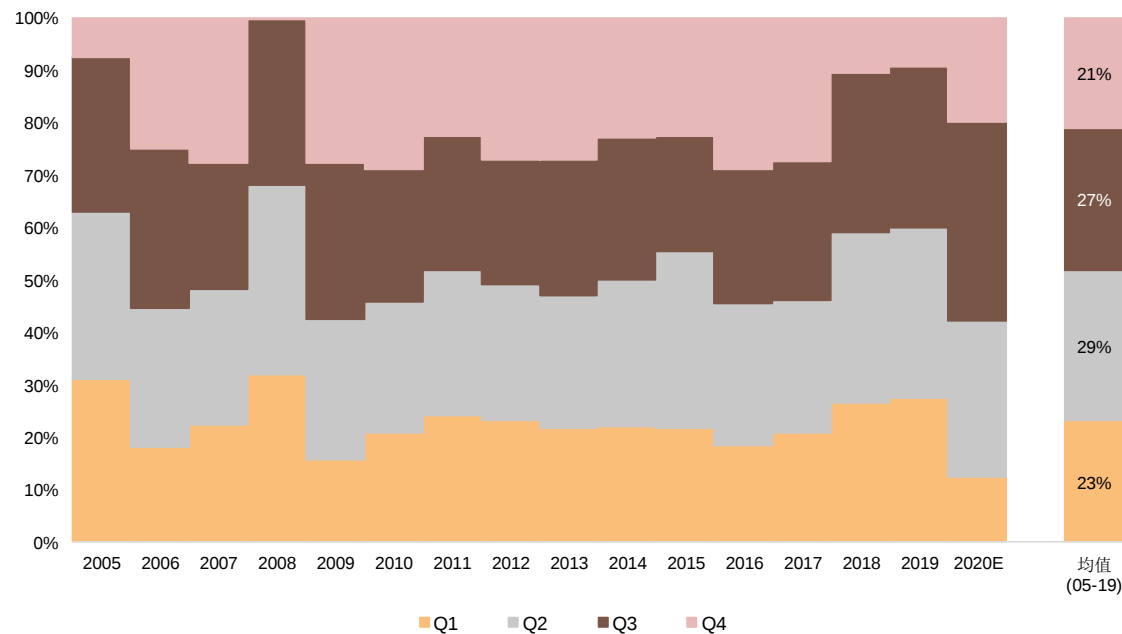


资料来源：Wind，长江证券研究所

核心问题2：季报业绩整体如何？剔除基数影响仍较好

- 归母净利润增速：前高后低，全A非金融归母净利润累计同比增速预计19.5%。
- 根据前文预测，得到2021年全A非金融的营收与归母净利润累计值；结合2005-2019年非金融板块Q1-Q4单季度净利润占比，综合得到2021年Q1-Q4单季度归母净利润同比增速。结论如下：1) 2021年全A非金融归母净利润累计同比增速预计19.5%；2) 其中，2021年Q1-Q4非金融归母净利润单季同比预计123%、15%、-14%、26%。

图：2005-2019年，全A非金融各季度净利润占比及均值



资料来源：Wind，长江证券研究所

图：2021年全A非金融季度盈利增速预测

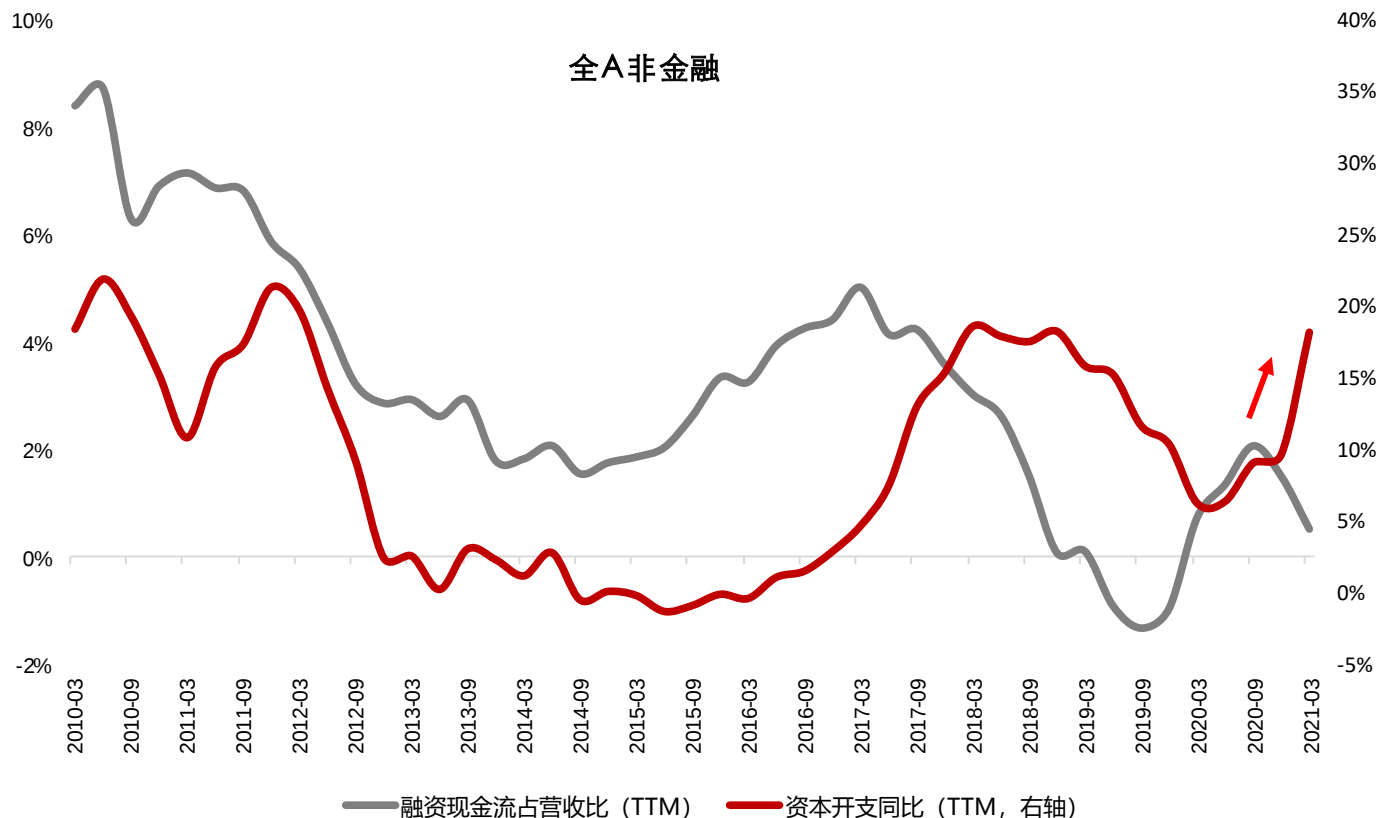


资料来源：Wind，长江证券研究所

核心问题3：制造业资本开支持续性？一波三折但方向确定

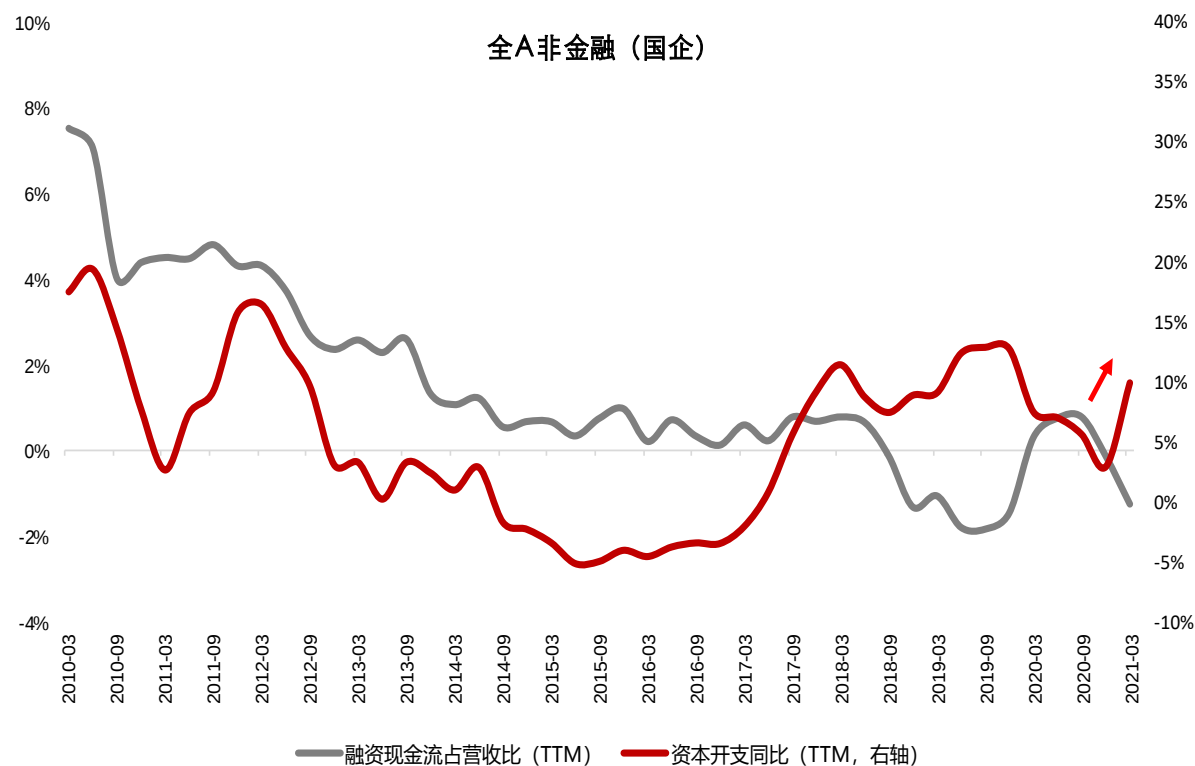
- 伴随着本轮企业“三表修复”迎来拐点，制造业经营状况与盈利能力的改善为新一轮产能扩张创造了条件。
- 随着国内工业生产回归正轨，产能利用率的提升进一步提升了制造业的盈利弹性，从企业家视角来看，新一轮资本开支水到渠成。
- 从全A非金融的财务统计数据来看，自2020年一季报以来，非金融企业的资本开支增速持续回升，印证了这一推断。

图：全A非金融资本开支持续回升



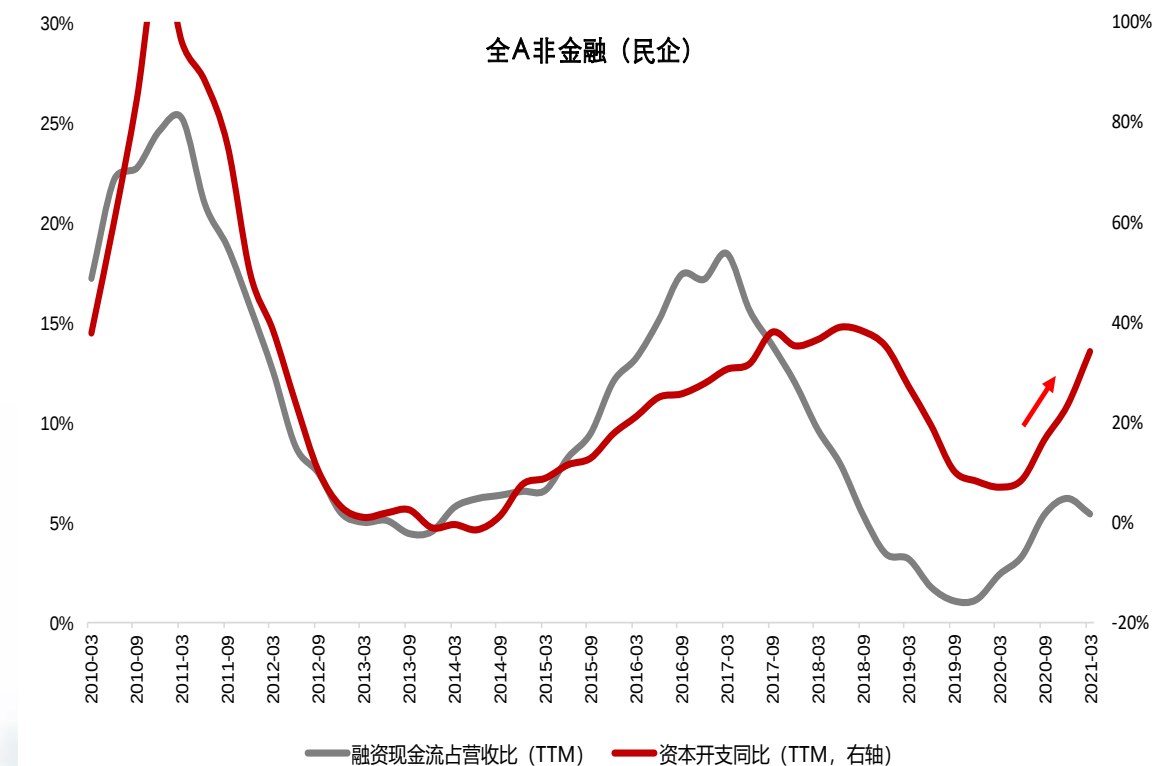
- 此轮制造业改善“亮点”在民企。比较国企与民企的年报与一季报，国企20年年报相较于20Q3即融资需求回落，但民企去年年报依然融资需求较好。后续投资需求或主要来自于民企的需求。

图：国企资本融资需求保持低位，CFF回落明显



资料来源：Wind，长江证券研究所

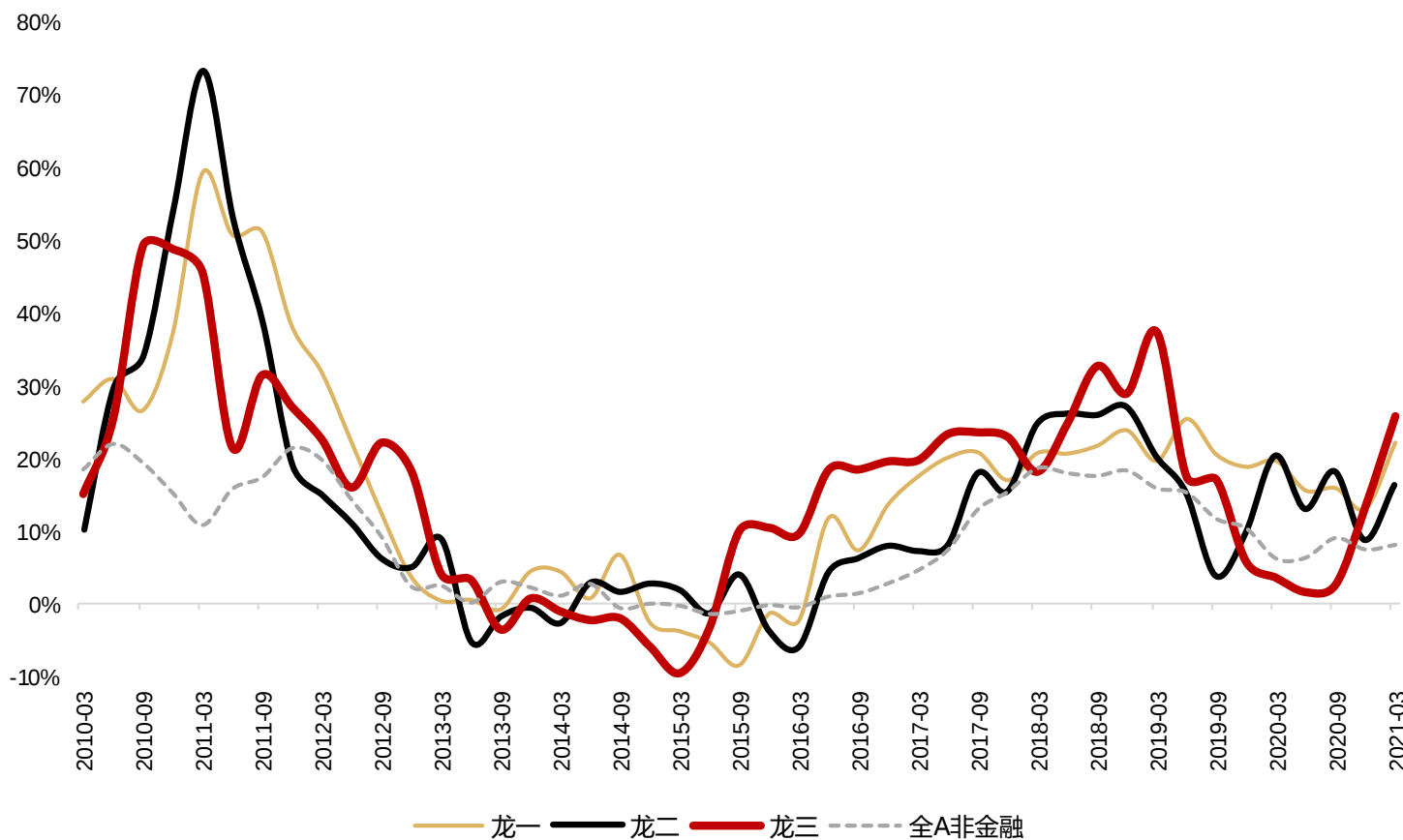
图：民企融资需求回暖，资本开支平稳上行



资料来源：Wind，长江证券研究所

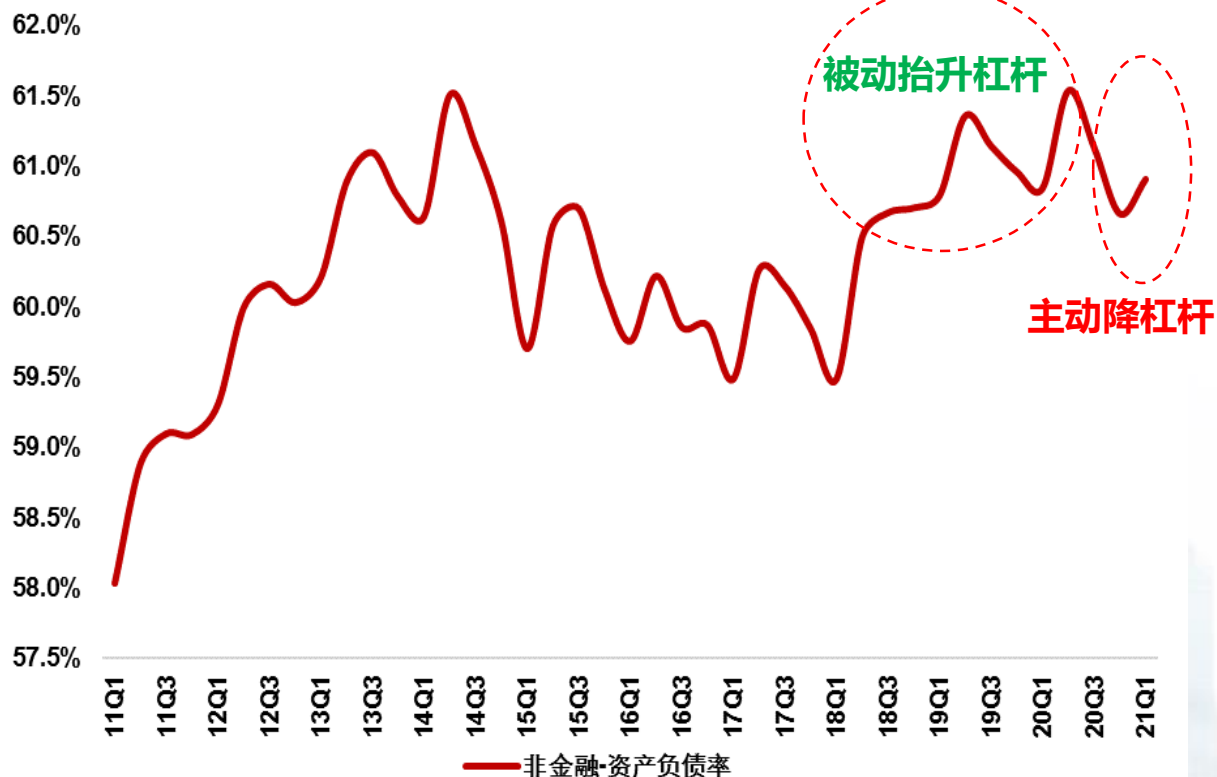
- 此轮龙头资本开支意愿**相对较强**。经历了过去数年的“三表修复、缩表整固”后，头部企业资本开支意愿逐步提升。

图：各行业TOP3的龙头资本开支增速VS全A非金融资本开支增速



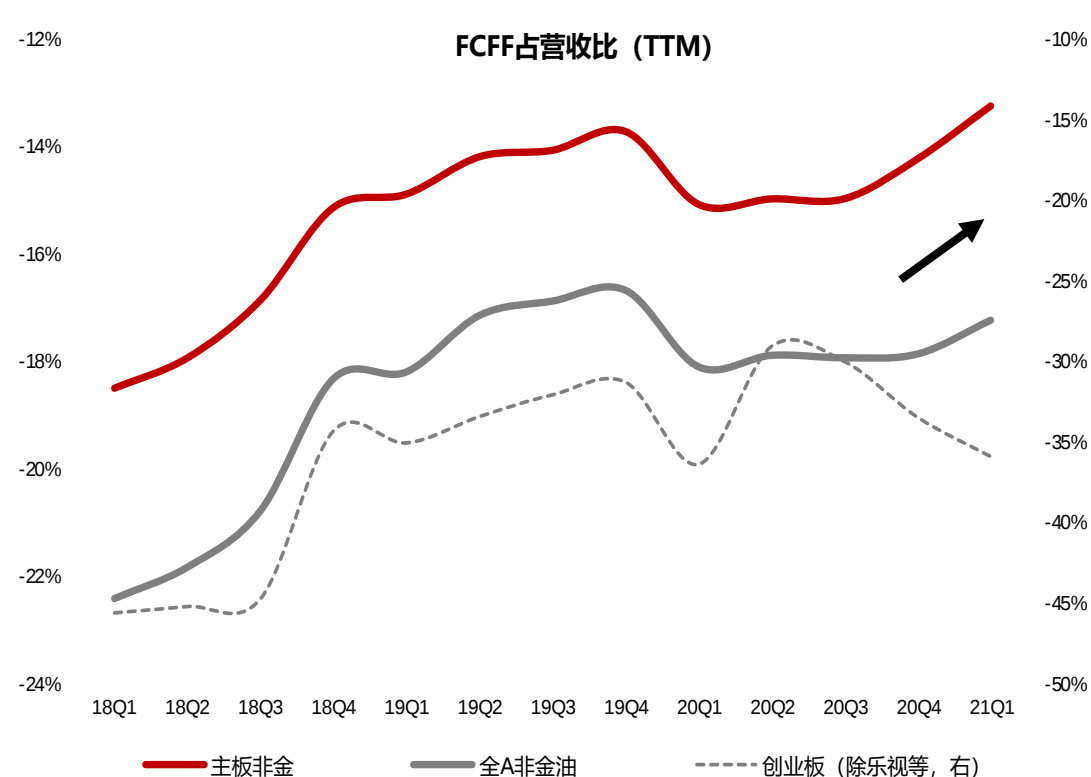
- 经历2018年“金融去杠杆”+“实体去杠杆”的组合拳，2017-2019企业部门资产负债表收缩，被动抬升杠杆率。2020年疫情后，企业融资环境持续改善，主动降杠杆行为非常清晰。主要分成“民企开始重视质量发展”和“国企依然有行政上的降杠杆约束”。
我们认为非金融企业2021Q1杠杆率的小幅抬升或难长期持续，“去杠杆”仍是未来一个时期的主旋律。

图：非金融部门当前仍处于主动降杠杆过程中



资料来源：Wind，长江证券研究所

图：非金融企业自由现金流状况较优，经营质量持续改善

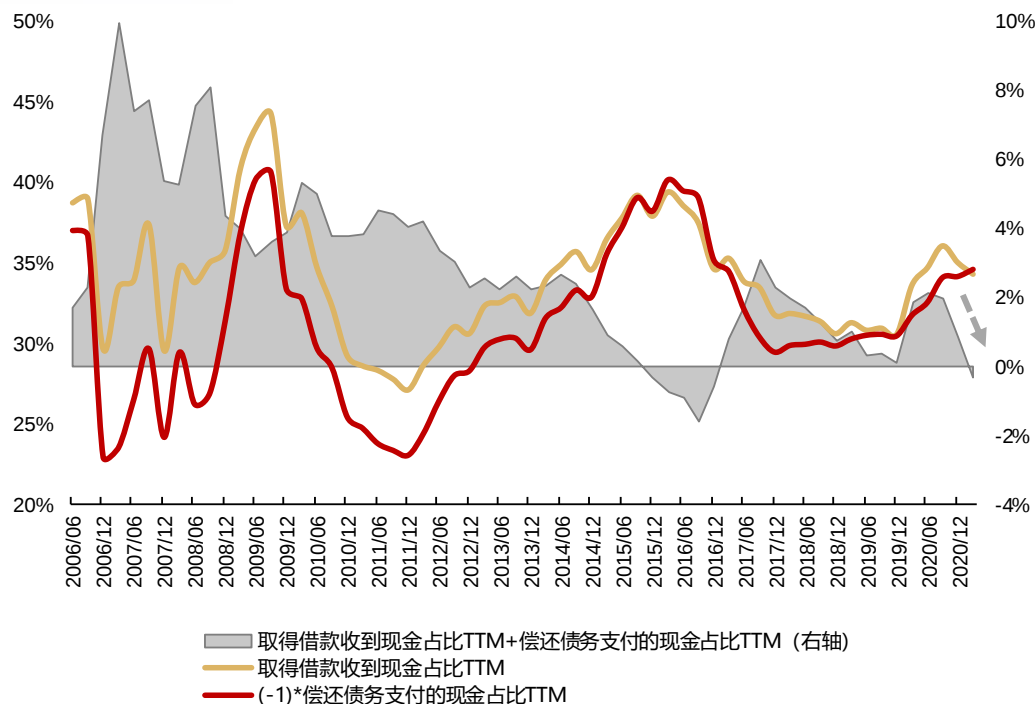


资料来源：Wind，长江证券研究所

■ 那么一季报数据中，上市非金融企业资产负债率的阶段性抬升，原因在何？

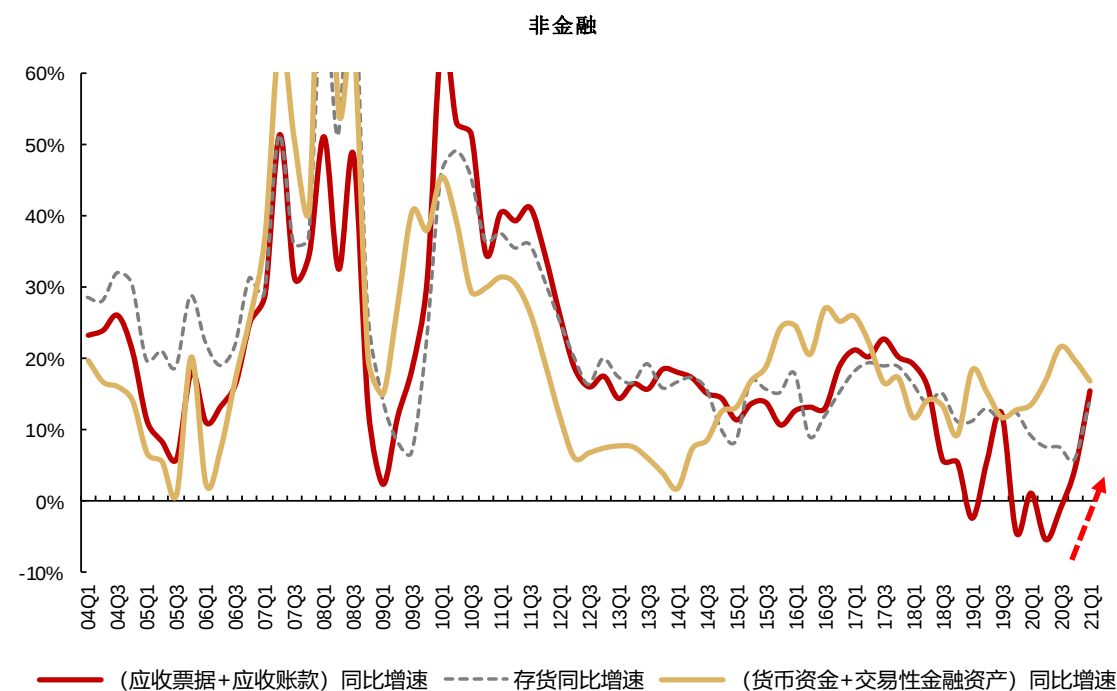
- 我们认为，上市非金融企业杠杆阶段性抬升主要来自产业链内部：一方面企业借债现金流回落而偿债现金流持续增加，净负债水平持续回落；另一方面非金融企业的应收款项自2020年下半年以来大幅走高，主要来自疫后经济修复中，上市企业对非上市企业话语权增强以及小企业经营受困带来的产业链内部加杠杆。
- 随着宏观经济进一步修复，我们认为中小企业经营将不断好转，应收项目回归正轨。

图：上市公司借债现金流VS偿债现金流



资料来源：Wind，长江证券研究所

图：非金融企业杠杆率阶段性抬升，主要来自产业链内部



资料来源：Wind，长江证券研究所

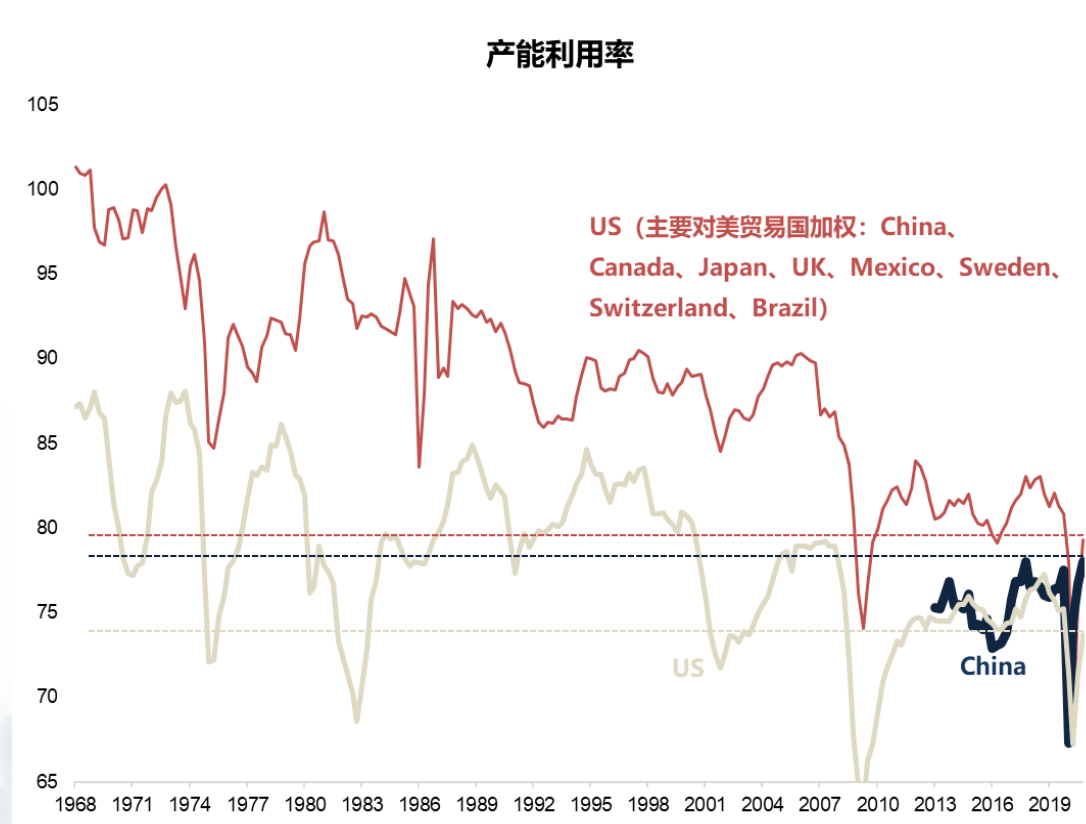
- **海外供需缺口延续，短期对出口景气形成支撑。**伴随欧美等主要国家在疫苗推广下，疫情初步实现可控，海外制造业恢复态势良好，制造业资本开支有所扩张、叠加地产需求仍旺，外需修复态势良好。但供给端恢复仍相对受限，产能利用率尚未恢复至疫前水平。

图：海外制造业恢复势头良好（%）

全球主要国家和地区制造业PMI						
国家/地区	EM					
日期	中国	中国台湾	印度	巴西	土耳其	俄罗斯
2020-09	51.5	57.7	56.8	64.9	52.8	48.9
2020-10	51.4	59.3	58.9	66.7	53.9	46.9
2020-11	52.1	61.2	56.3	64.0	51.4	46.3
2020-12	51.9	61.3	56.4	61.5	50.8	49.7
2021-01	51.3	65.1	57.7	56.5	54.4	50.9
2021-02	50.6	63.2	57.5	58.4	51.7	51.5
2021-03	51.9	63.2	55.4	52.8	52.6	51.1
2021-04	51.1		55.5	52.3	50.4	50.4
国家/地区	DM					
日期	美国	德国	英国	韩国	日本	欧元区
2020-09	55.4	56.4	54.1	49.8	47.7	53.7
2020-10	59.3	58.2	53.7	51.2	48.7	54.8
2020-11	57.5	57.8	55.6	52.9	49.0	53.8
2020-12	60.5	58.3	57.5	52.9	50.0	55.2
2021-01	58.7	57.1	54.1	53.2	49.8	54.8
2021-02	60.8	60.7	55.1	55.3	51.4	57.9
2021-03	64.7	66.6	58.9	55.3	52.7	62.5
2021-04	60.7	66.2	60.9	54.6	53.6	62.9

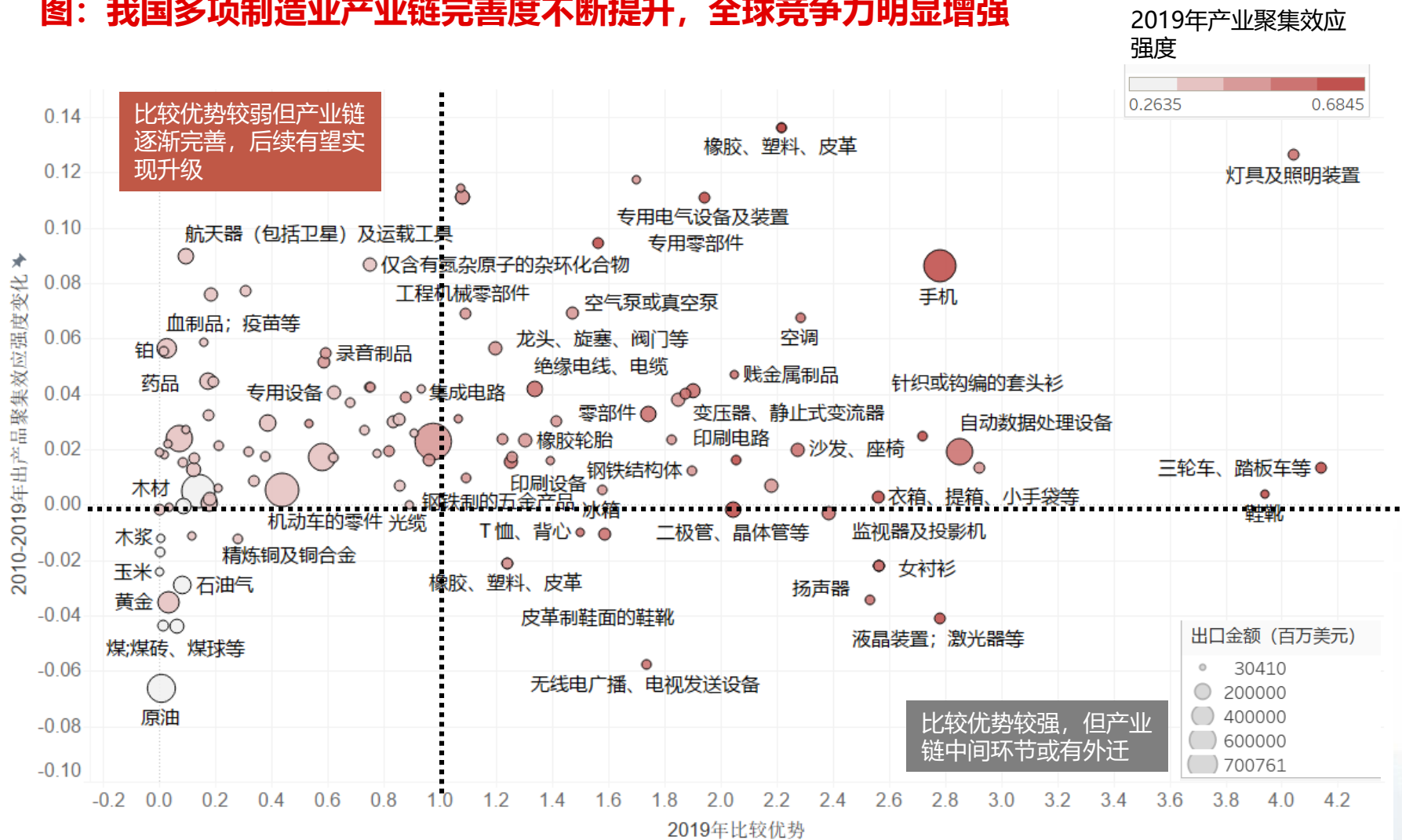
资料来源：Wind，长江证券研究所

图：海外产能尚未恢复至常态（%）



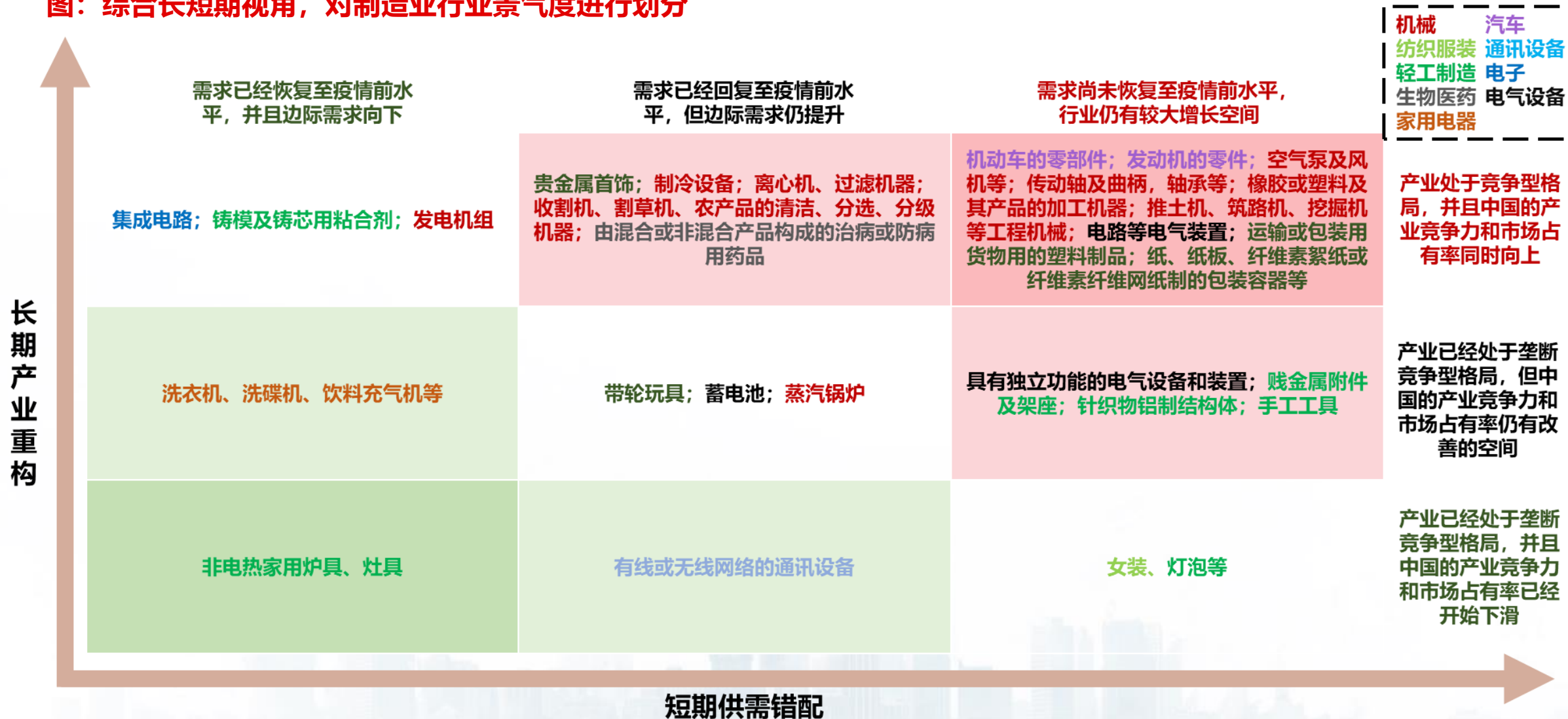
资料来源：Wind，长江证券研究所

图：我国多项制造业产业链完善度不断提升，全球竞争力明显增强



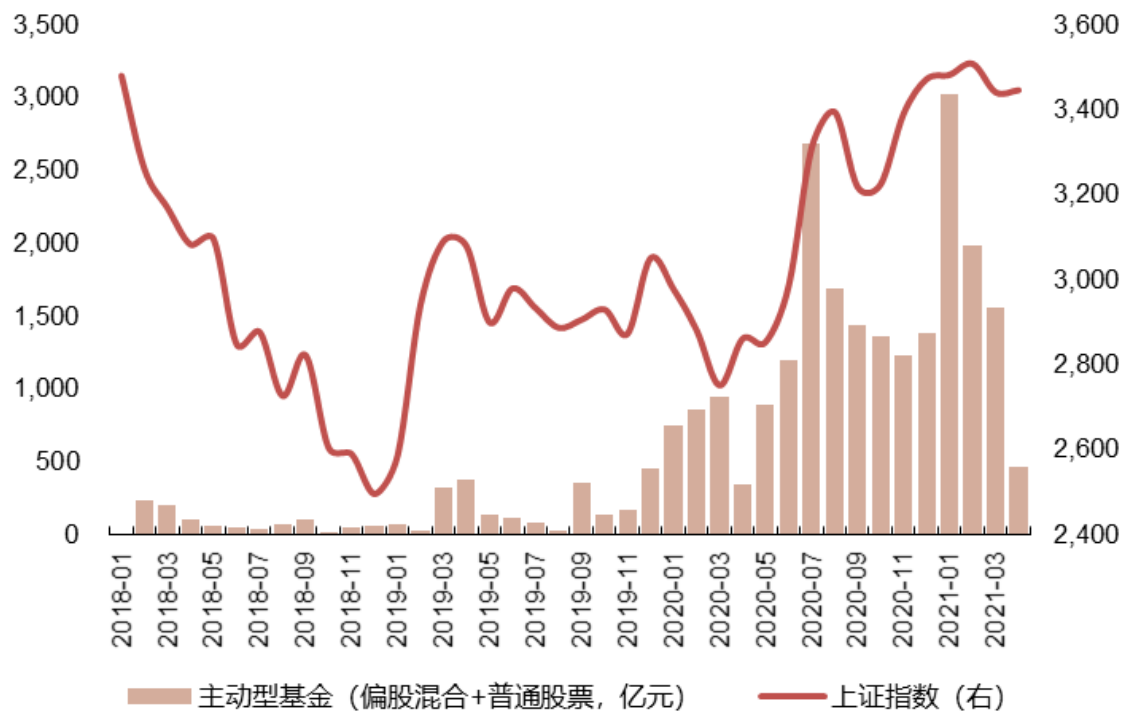
- 过去十年，我国多数制造业产业链完善程度增强，比较优势提升，构成长期出海基础：
- 1) 一些占全球份额较大的中低附加值劳动密集型产品，产业链已具备相当优势，包括照明设备、手机、液晶装置等；
- 2) 一些主要面向出口、竞争力较强、且产业链持续完善的中高端产业值得关注：包括电气设备、机械设备等。
- 3) 我国出口竞争力偏弱，但近年通过产业集群优势有所提升，疫情期间有望通过较强的供应能力抢占全球份额，全球影响力或能有所提升的中高端产业值得关注，包括药品、医疗器械、汽车零部件等。

图：综合长短期视角，对制造业行业景气度进行划分



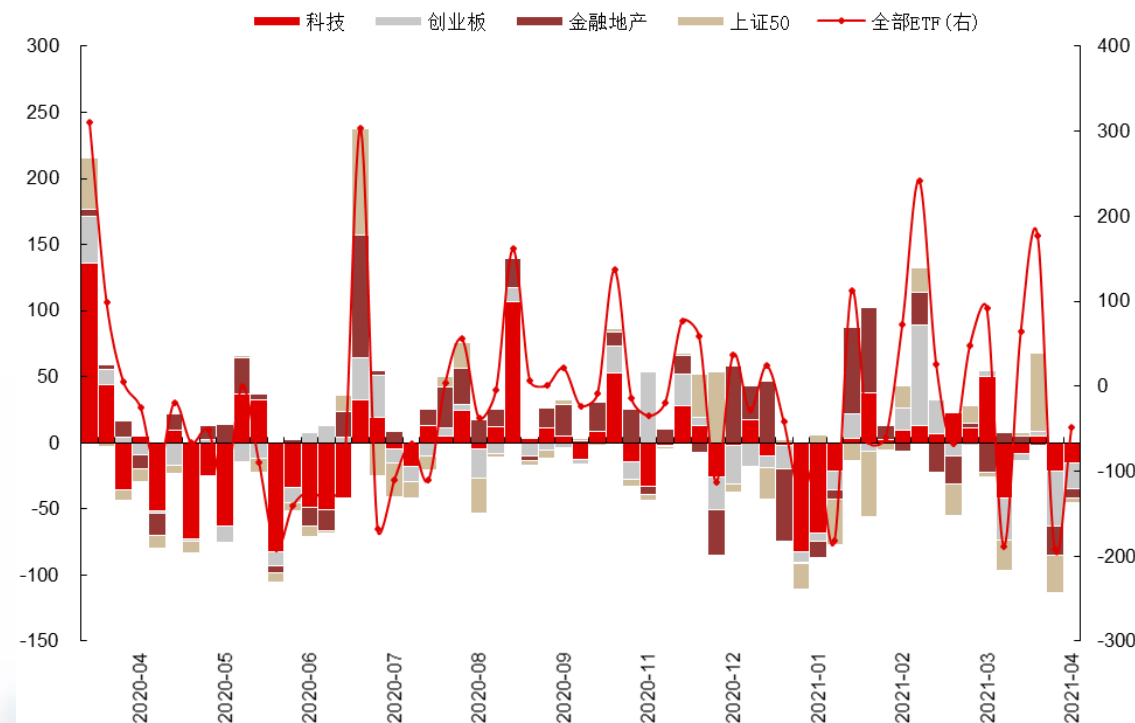
- **股票市场微观流动性方面，增量资金环比大幅走弱。**主动权益类基金发行规模4月环比继续下滑，全月主动型基金发行份额约467亿份，相比3月发行1562亿份左右大幅下滑。ETF资金方面，全月净流出约187亿元，其中科技、创业板类净流出较多（截至4月29日）。

图：4月主动型基金产品发行规模大幅收缩



资料来源：Wind，长江证券研究所

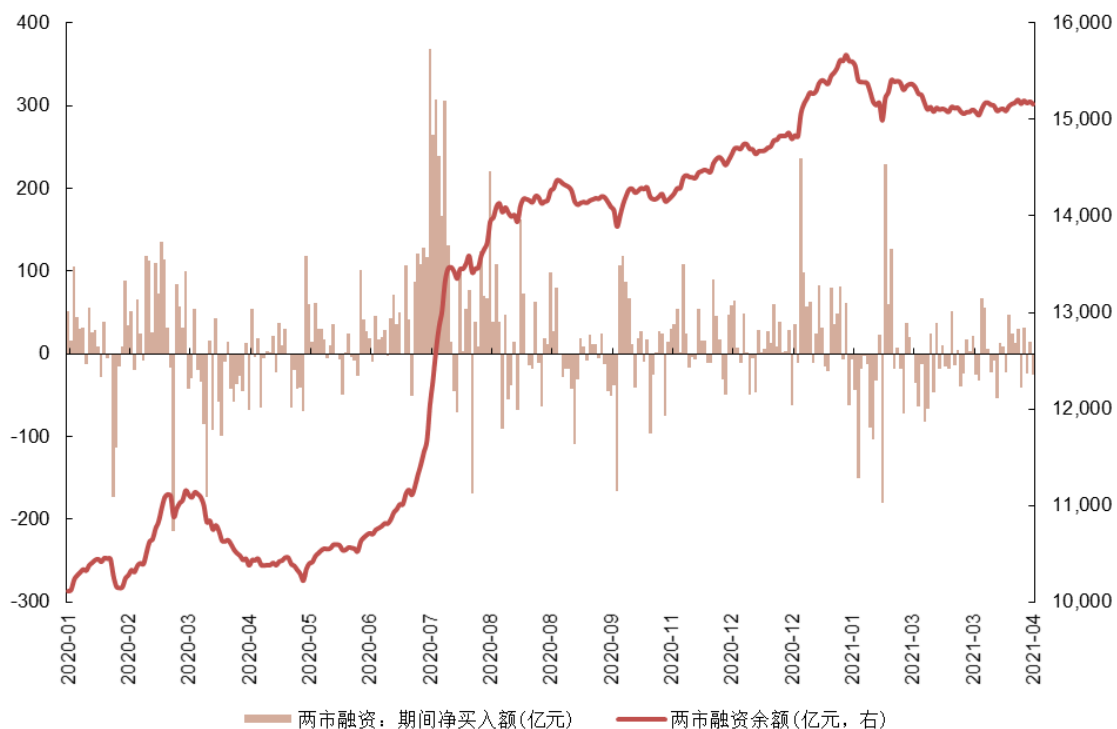
图：ETF大幅流出，科技、创业板类流出居多（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

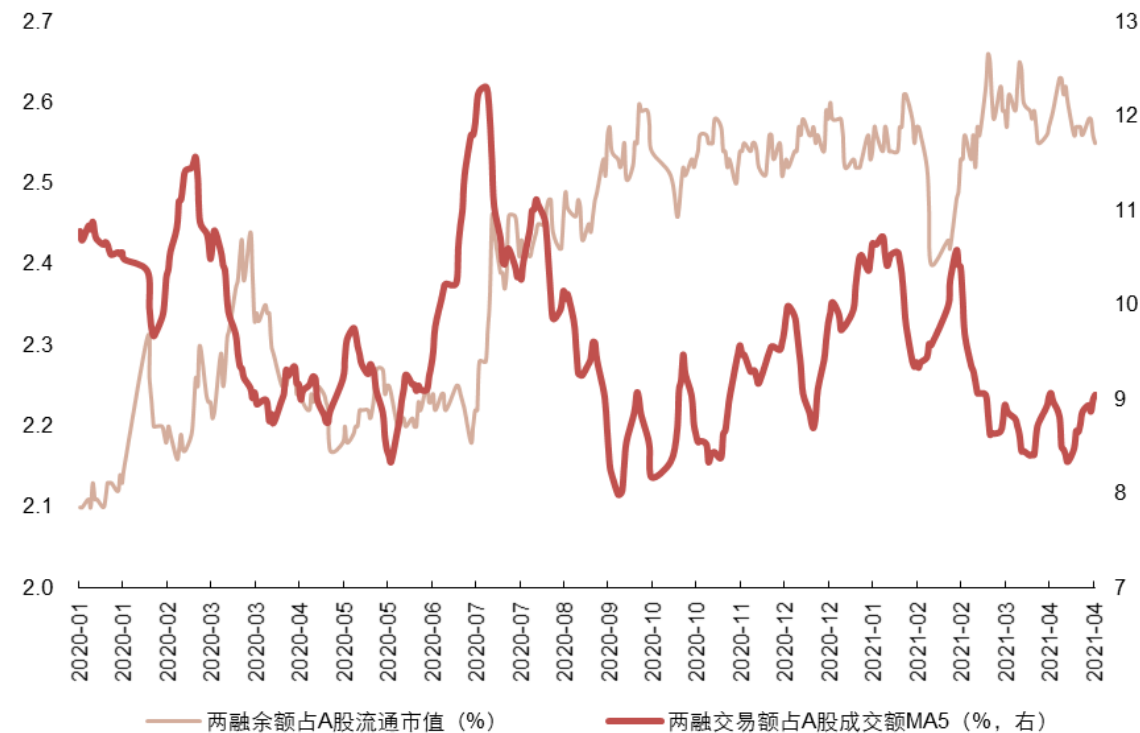
- **4月杠杆资金小幅净流入。**4月杠杆资金流入，两市融资余额规模增加约58亿元，月末两融余额占A股流通市值比降至2.55%左右，两融交易额占A股成交额则升至9.1%（截至4月29日）。

图：4月融资余额先降后升，全月杠杆资金保持流入



资料来源：Wind，长江证券研究所

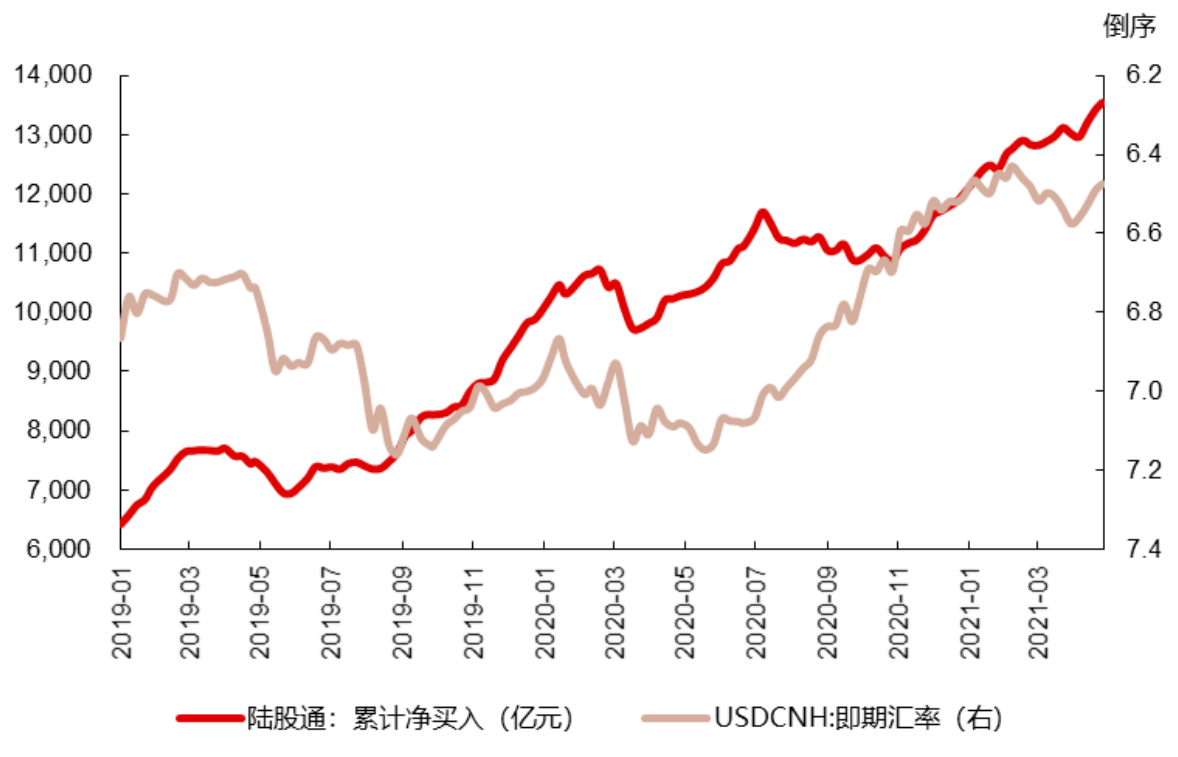
图：两融交易占比同样保持先降后升



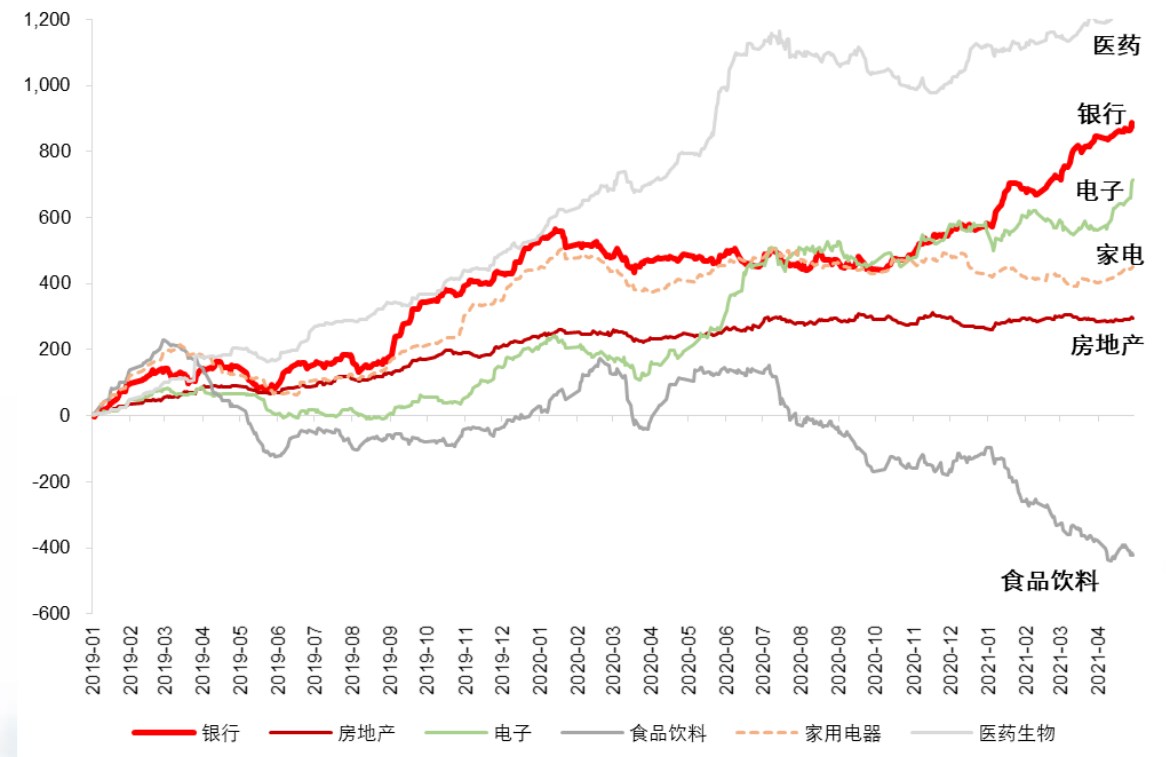
资料来源：Wind，长江证券研究所

➤ **4月人民币汇率反弹升值，外资继续增加A股配置。**4月以来，人民币汇率升值，外资继续流入A股市场，全月净流入超520亿元。
结构上，配置电子、医药生物、化工等行业增加，减仓交通运输、汽车、食品饮料、公用事业等（截至4月30日）。

图：4月人民币汇率升值，外资净流入超500亿元



图：主要行业中加仓电子、医药，继续减仓食品饮料（亿元）

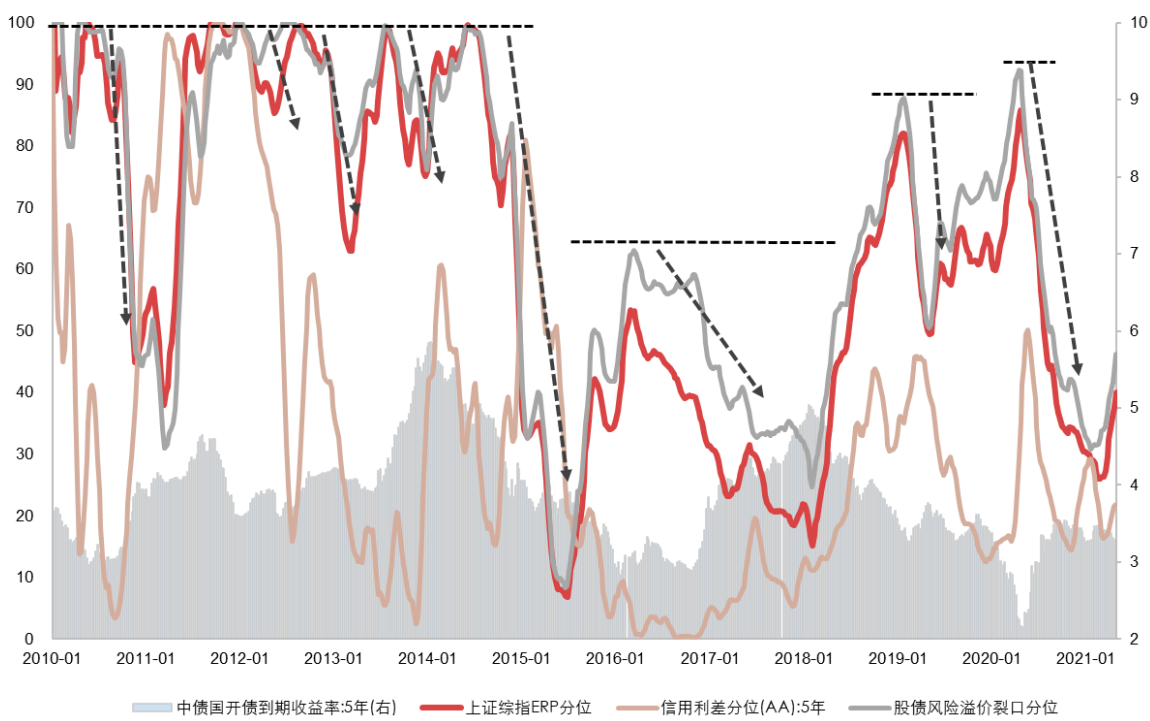


资料来源：Wind，长江证券研究所

资料来源：Wind，长江证券研究所。截至4月23日

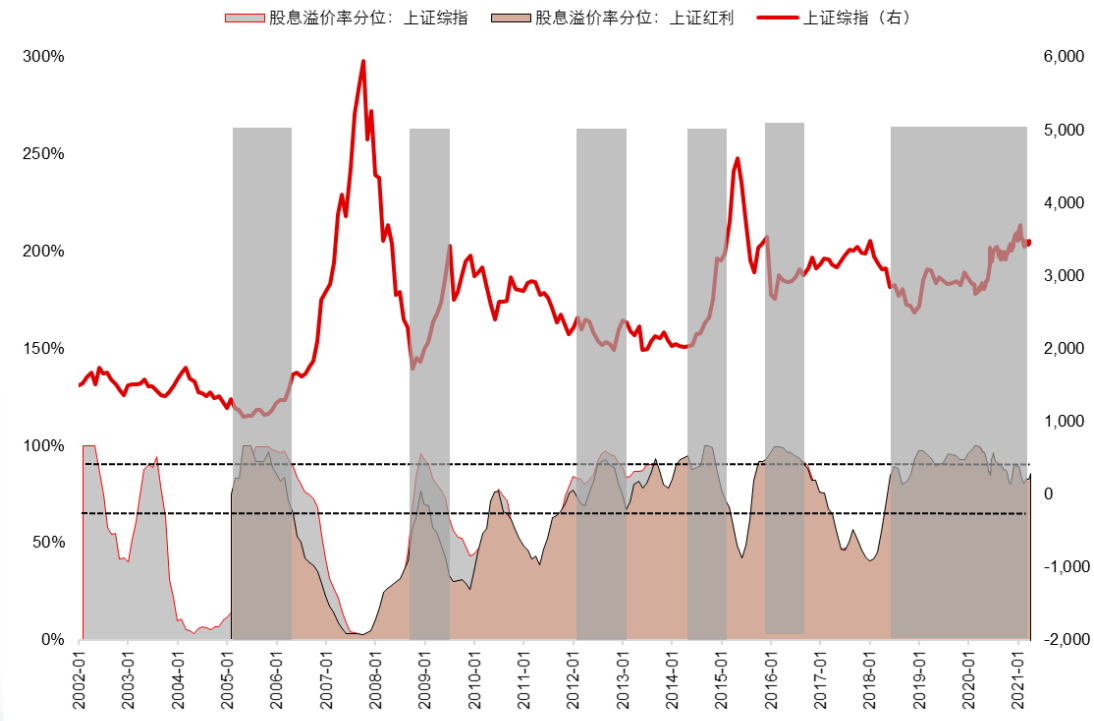
➤ E/P度量的股债风险溢价裂口和D/P度量的估值性价比裂口均走阔。目前E/P度量的股债风险溢价裂口升至46%左右分位，D/P度量的股债溢价升至65%左右。

图：E/P度量股债风险溢价裂口升至46%历史分位（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图：D/P度量股债风险溢价位于65%历史中高位



资料来源：Wind，长江证券研究所

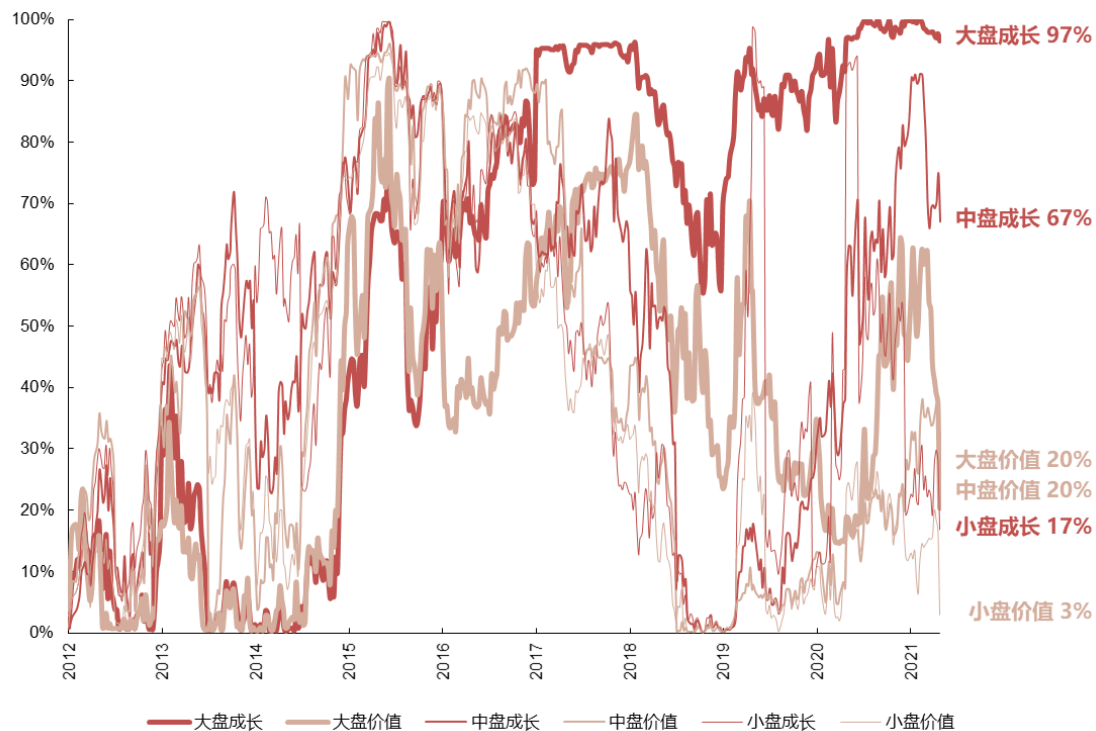
02

风格判断

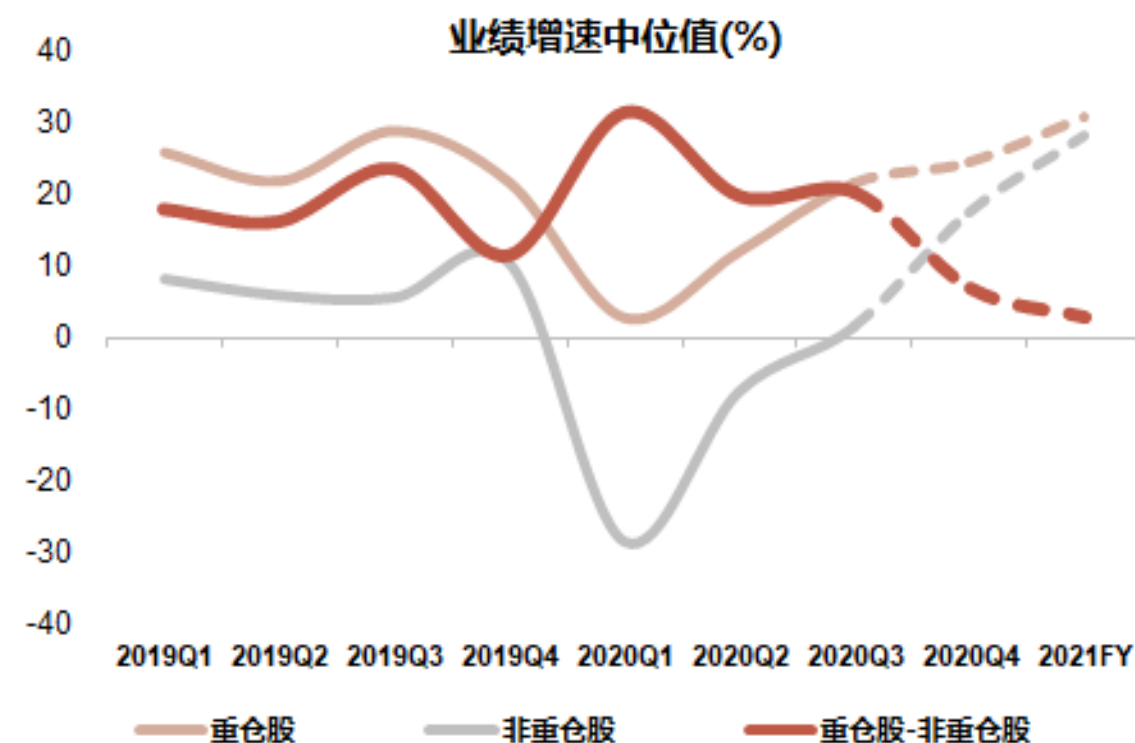
风格均衡持续进行，景气助推风格收敛

- **当前市场估值结构性分化。**从个股估值的分布来看，与前几轮牛市顶点相比，当前市场整体的估值风险并不大，大多数个股估值水平仍在偏低区间。但结构问题突出，大盘成长和中盘成长估值水平较高，但价值类风格估值仍处较低水平。
- **2021年伴随经济继续修复，重仓股与非重仓股的业绩增速差或将继续收敛。**2020年三季度以来，经济基本面的全面恢复带动中小型企业业绩改善，且弹性高于行业龙头。

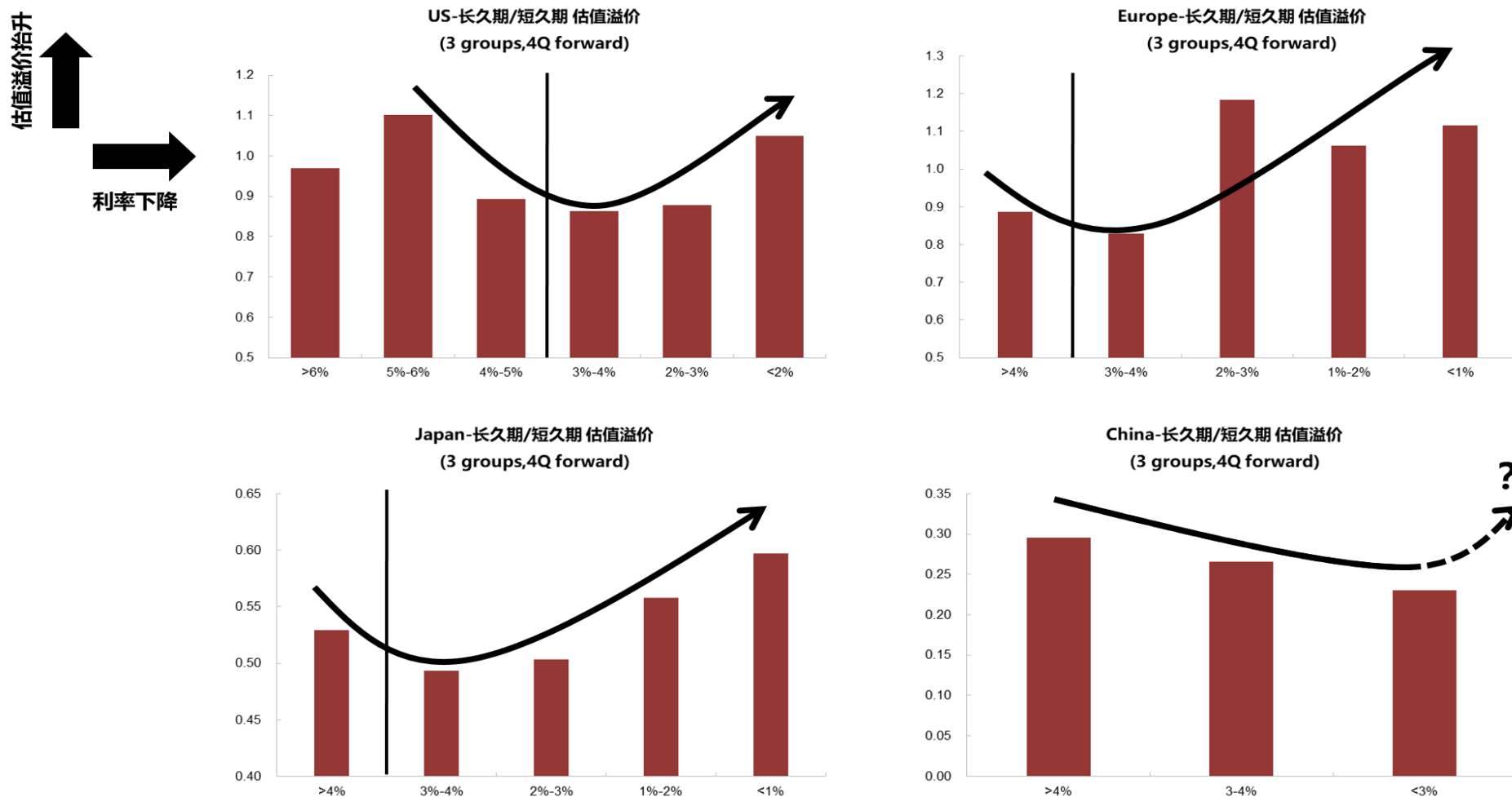
图：当前PE估值分位，价值风格、中盘风格估值水平并不高



图：与过去两年不同，重仓股与非重仓股业绩增速迅速收敛



图：不考虑盈利因素，利率下行突破3%-4%，投资者普遍给予具有长期增长前景的公司（长久期）更高的估值溢价



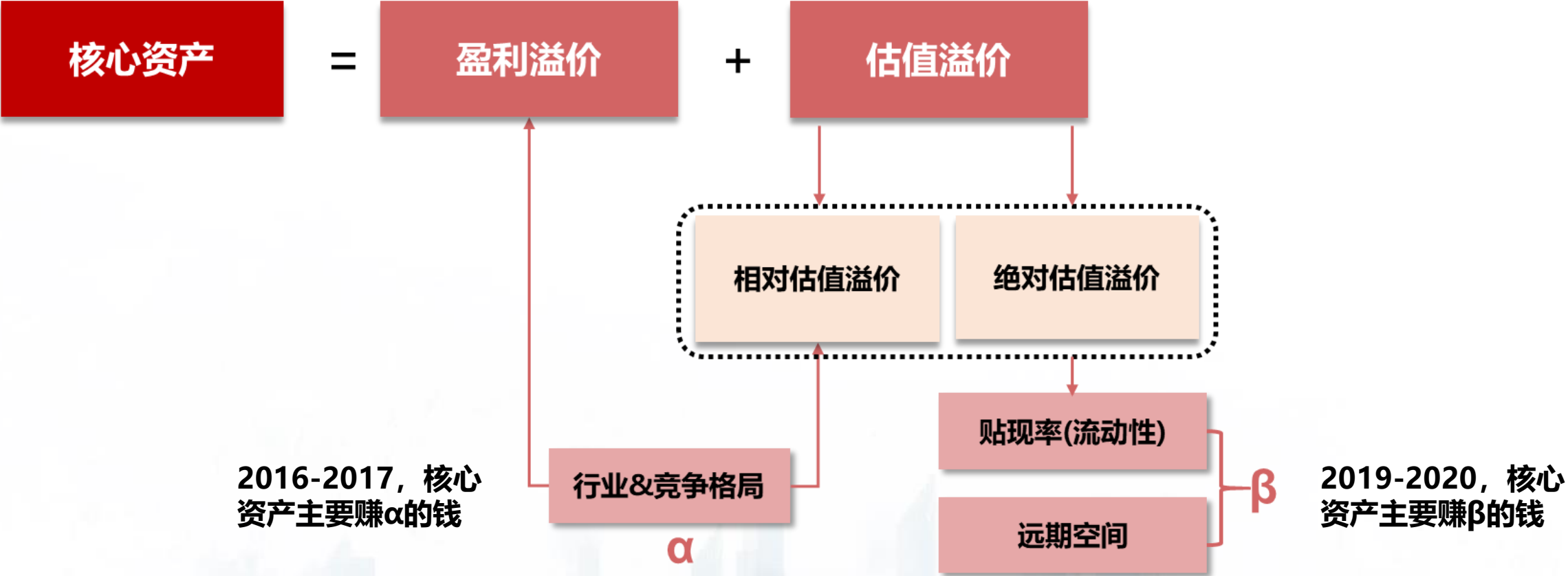
注：我们按照个股隐含久期从高到低分为3组，计算最高组相比最低组在4个季度后的PB估值溢价。

03

行业比较

财报优选隐形冠军，继续关注通胀传导

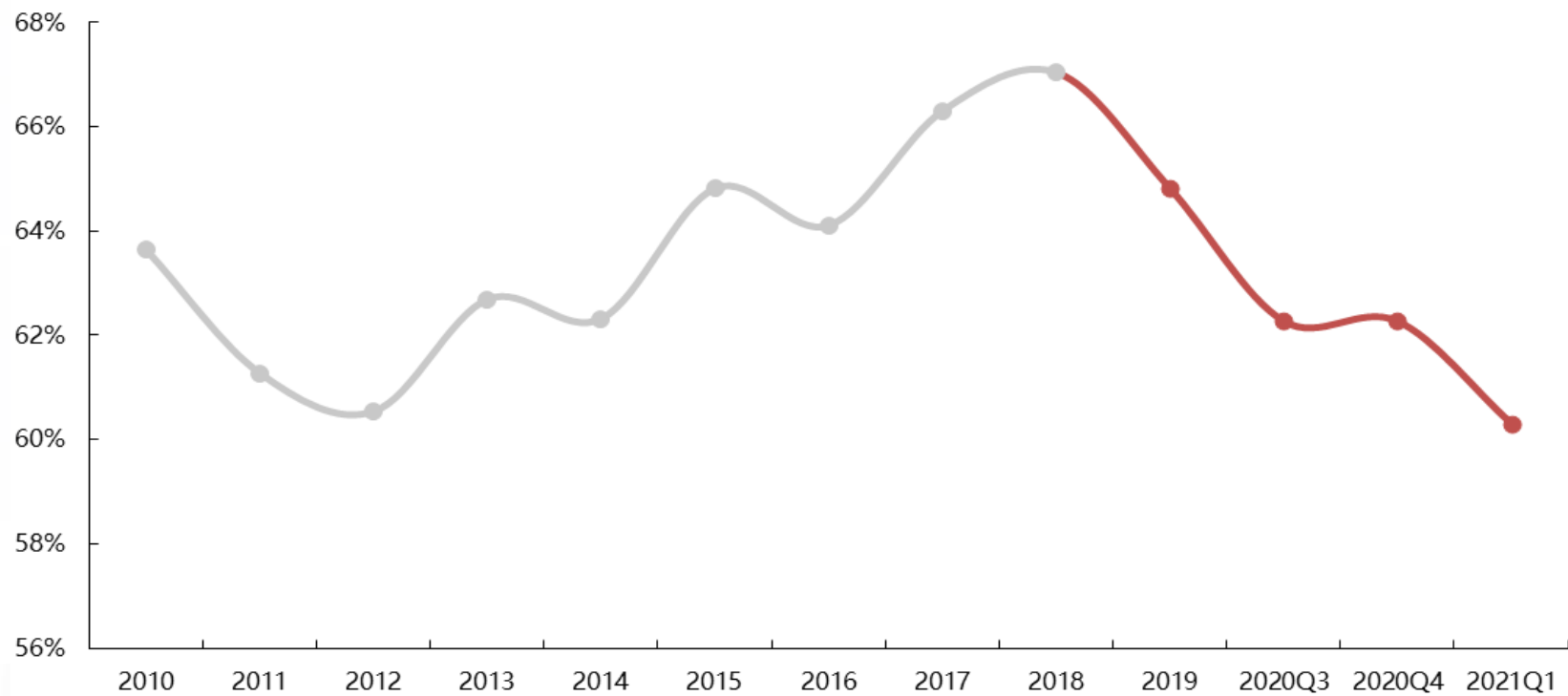
图：“确定性溢价”在经济不差、通胀起势、流动性环境难持续宽松的环境下，将现收敛



- 2020年下半年以来经济修复，行业龙头公司相较于一般上市公司的经营优势继续收敛，龙头毛利率>行业整体毛利率的长江三级行业个数占比持续下降。

图：长江三级行业中龙头毛利率>行业整体毛利率的行业占比在2018年以来持续下降

龙头毛利率>行业整体利率的长江三级行业占比



- **筛选思路：**寻找股权激励助推下，一季报业绩亮眼且过往表现良好、具备成长潜力的小公司。
- **具体方法：**当前市值在500亿以下；具有万得一致盈利预期；年初至今发布过股权激励；一季报盈利质量、资产质量及现金流质量均较良好；2016-2019年业绩扩张较稳定的中小公司。结果来看，筛选标的多集中在医药、电子等领域。

图：一季报“优质隐形冠军”筛选标的结果及相关指标

代码	公司名称	长江三级行业	生命周期阶段	PE (TTM)	PE (2021E-对 应利润中值)	总市值 (亿元)	21年净利润 中值 (亿 元)	2021年年初至 今颁布的股权激 励方案进度	期权初始行权价格 (股票转让价格, 元)	激励总数占当时 总股本比例(%)	2021年一季报			2020年经营指标			2016-2019年复合增速		
											盈利质量——净利润 增速 (相较于2019年 的复合增速)	资产质量—— 非流动资产/总 资产	现金流质量—— 经营活动现金流净 额 (亿元)	净利润 (亿 元)	营业收入 (亿元)	ROE	净利润	营业收入	2019ROE
000933.SZ	神火股份	铝	龙头进阶期	27.37	8.95	247.69	27.66	董事会预案	4.98	1.00	226.84%	0.67	30.20	3.58	188.09	4.85%	57.84%	1.39%	19.40%
002078.SZ	太阳纸业	工业用纸	龙头进阶期	16.65	10.87	420.47	38.67	董事会预案	8.45	2.40	70.70%	0.71	19.36	19.53	215.89	12.72%	27.26%	16.34%	16.04%
300432.SZ	富临精工	乘用车零部件	成长-->洗牌	19.59	16.71	68.29	4.09	董事会预案	4.64	0.59	74.37%	0.37	0.07	3.30	18.45	17.24%	30.97%	8.87%	30.27%
300610.SZ	晨化股份	日化品	成长-->洗牌	15.91	11.85	26.71	2.25	股东大会通过	8.36	0.93	85.82%	0.30	0.47	1.37	9.00	15.20%	19.75%	11.17%	11.86%
300638.SZ	广和通	物联网	出清的末期	44.21	33.31	137.91	4.14	实施	51.83	0.46	44.55%	0.21	0.80	2.84	27.44	19.80%	61.57%	77.17%	19.42%
300661.SZ	圣邦股份	集成电路设计	成长赛道期	122.91	100.58	410.37	4.08	实施	200.00	1.34	118.13%	0.30	0.60	2.89	11.97	22.13%	29.69%	20.59%	17.67%
300684.SZ	中石科技	电子化学品	成长赛道期	26.98	22.18	53.47	2.41	董事会预案	20.94	1.82	55.47%	0.22	0.37	1.88	11.49	15.21%	49.37%	57.54%	16.83%
600803.SH	新奥股份	综合化工Ⅲ	行业洗牌期	18.86	16.92	498.59	29.47	实施	7.03	0.71	31.42%	0.73	4.85	21.07	880.99	24.10%	32.43%	28.42%	13.46%
601827.SH	三峰环境	垃圾焚烧	成长赛道期	13.60	12.71	154.74	12.17	董事会预案	4.20	1.00	136.20%	0.74	3.01	7.21	49.29	11.71%	22.48%	21.58%	12.98%
603290.SH	斯达半导	分立器件	成长赛道期	151.47	122.89	346.35	2.82	实施	134.67	0.41	98.26%	0.28	0.78	1.81	9.63	21.03%	84.71%	37.37%	27.22%
603380.SH	易德龙	其他电子产品制造	成熟稳态期	18.12	14.84	34.87	2.35	实施	11.85	1.00	70.07%	0.28	0.32	1.66	12.89	18.05%	16.22%	14.29%	15.70%
603638.SH	艾迪精密	其它专用机械	龙头进阶期	58.69	47.84	367.40	7.68	实施	36.80	0.48	48.28%	0.44	0.05	5.16	22.56	23.20%	62.74%	53.34%	22.63%
603639.SH	海利尔	农药	龙头进阶期	14.78	12.78	67.08	5.25	实施	12.40	3.16	38.32%	0.40	0.07	4.07	32.27	16.74%	29.25%	33.99%	15.04%
603678.SH	火炬电子	通用装备Ⅲ	行业洗牌期	34.04	29.96	272.05	9.08	股东大会通过	30.00	0.18	89.35%	0.29	0.30	6.09	36.56	17.38%	25.39%	19.58%	12.95%
603707.SH	健友股份	化学制药	成熟稳态期	49.19	40.28	430.18	10.68	董事会预案	20.89	0.28	35.39%	0.12	0.06	8.06	29.15	24.10%	32.98%	61.90%	22.46%
603823.SH	百合花	涂料油墨	龙头进阶期	17.75	15.14	53.76	3.55	实施	7.12	1.00	41.83%	0.40	0.18	2.60	20.05	15.43%	17.71%	13.40%	15.12%
688007.SH	光峰科技	电子终端品	成长-->洗牌	70.86	47.50	109.79	2.31	实施	21.00	4.09	39.78%	0.39	1.06	1.14	19.49	5.60%	137.36%	77.32%	13.86%
688050.SH	爱博医疗	医疗器械Ⅲ	成长赛道期	182.36	166.79	235.51	1.41	股东大会通过	42.00	0.43	44.85%	0.33	0.31	0.97	2.73	9.04%	462.79%	64.90%	11.41%
688095.SH	福昕软件	基础及通用软件	成熟稳态期	83.81	58.99	96.23	1.63	实施	185.49	2.50	110.86%	0.07	0.11	1.15	4.69	6.93%	90.75%	27.83%	24.83%
688166.SH	博瑞医药	化学制药	成熟稳态期	88.09	63.11	162.48	2.57	实施	33.00	0.49	73.64%	0.56	0.03	1.70	7.85	12.38%	86.73%	35.80%	10.67%
688356.SH	键凯科技	化学制药	成熟稳态期	80.73	88.97	89.41	1.01	实施	41.18	2.00	141.10%	0.14	0.06	0.86	1.87	15.92%	148.98%	21.83%	31.64%
688368.SH	晶丰明源	集成电路设计	成长赛道期	135.69	69.01	183.57	2.66	实施	87.00	1.26	148.36%	0.17	0.21	0.69	11.03	5.76%	45.60%	15.47%	13.33%
688389.SH	普门科技	医疗器械Ⅲ	成长赛道期	67.97	53.88	108.93	2.02	实施	12.72	1.78	40.32%	0.26	0.14	1.44	5.54	13.13%	116.72%	34.29%	11.71%
688580.SH	伟思医疗	医疗器械Ⅲ	成长赛道期	54.70	49.94	86.40	1.73	实施	40.00	1.57	34.03%	0.08	0.06	1.44	3.78	17.36%	62.71%	49.25%	45.67%

资料来源：Wind，长江证券研究所

图：三轮涨价下，毛利率均上行行业

长江一级行业	长江三级行业	产业生命周期	2021Q1毛利率水平 (%)	2021Q1毛利率水平所处历史分位水平	2021年以来涨跌幅 (%，2021/1/1-2021/4/29)	2021年春节以来涨跌幅 (%，2021/2/18-2021/4/29)
煤炭	煤炭炼制	龙头进阶期	17.5	67%	18.6	-2.5
油气石化	油气仓储与销售Ⅲ	行业洗牌期	26.6	93%	7.4	17.6
非金属材料	玻纤及制品Ⅲ	龙头进阶期	36.3	100%	-6.0	-23.2
化学品	氨纶	龙头进阶期	38.1	93%	16.1	-3.9
化学品	其他纤维	龙头进阶期	20.8	94%	9.5	2.4
化学品	纯碱	出清的末期	25.2	96%	29.5	37.0
化学品	氟化工	行业洗牌期	15.9	44%	6.5	0.2
化学品	聚氨酯	龙头进阶期	29.9	72%	15.0	-23.4
化学品	其他化学原料	行业洗牌期	30.9	94%	10.9	16.0
化学品	钛白粉	龙头进阶期	31.6	93%	22.4	-17.8
化学品	炭黑	龙头进阶期	23.4	100%	11.0	6.1
化学品	氮肥	出清的末期	24.8	94%	11.8	-6.5
化学品	复合肥	出清的末期	15.2	58%	7.9	-5.5
金属材料及矿业	铝	龙头进阶期	14.2	69%	22.1	16.5
金属材料及矿业	超硬材料	出清的末期	29.7	30%	-12.5	33.7
金属材料及矿业	特钢	龙头进阶期	15.4	90%	8.7	1.7
金属材料及矿业	铁矿石开采Ⅲ	龙头进阶期	53.9	100%	5.1	5.9
纸类及包装	其他包装印刷	出清的末期	23.5	57%	1.8	7.8
纸类及包装	工业用纸	龙头进阶期	24.5	94%	13.9	-2.9
电力及新能源设备	传统发电设备Ⅲ	行业洗牌期	18.0	24%	1.8	-2.3
机械设备	纺织服装设备	龙头进阶期	20.5	71%	4.6	-0.3
机械设备	油气设备	龙头进阶期	23.8	71%	0.9	-18.2
国防军工	通用装备Ⅲ	行业洗牌期	30.8	88%	-15.5	-9.6
交通运输	集运	龙头进阶期	32.0	94%	38.4	53.2
检测服务	电器检测	行业洗牌期	47.7	40%	-6.8	16.3
纺织服装	鞋帽箱包	出清的末期	37.7	11%	3.3	16.4
商业贸易	化妆品	出清的末期	67.2	100%	25.9	-4.4
农产品	种植	出清的末期	30.4	100%	-16.7	-1.4
农产品	水产养殖	出清的末期	17.3	17%	-10.3	10.0
食品饮料	啤酒	出清的末期	43.9	92%	2.4	-2.1
电子	半导体材料	龙头进阶期	15.9	39%	-16.5	-1.9
电子	被动元器件	行业洗牌期	35.7	99%	4.6	1.6
电子	显示面板	出清的末期	23.1	90%	22.5	9.9

➤ 筛选思路：

- 行业是否能转嫁成本，主要受【自身供需格局】以及【产业链定价能力】的影响。我们筛选前两轮大宗商品涨价周期（2009年-2011Q1和2016年-2018Q2）中财务表现较好的行业。

➤ 具体方法：

- 结合长江策略“供给侧行业比较框架”，筛选出行业【供需格局较好】（出清末期、龙头进阶、部分行业洗牌），且目前两轮大宗商品涨价周期中【毛利率提升】的行业，或从通胀上行中受益。

➤ 结论，优选行业：

- 上游：煤炭炼制、电解铝、工业用纸等。
- 中游：显示面板、半导体材料、油服、纺机等。
- 下游：种植、啤酒等。

- **筛选思路：**行业是否能转嫁成本，主要受【自身供需格局】以及【产业链定价能力】的影响。我们筛选前两轮大宗商品涨价周期（2009年-2011Q1和2016年-2018Q2）中财务表现较好的行业。
- **具体方法：**结合长江策略“供给侧行业比较框架”，筛选出行业【供需格局较好】（出清末期、龙头进阶、部分行业洗牌），以及且前两轮大宗商品涨价周期中【毛利率下滑】的行业，但行业在经过近年洗牌出清后，本轮涨价环境中毛利率仍能上行行业或从本轮通胀上行中受益。
- **结论，优选行业：**电源设备、乳制品、光伏玻璃等。

图：前两轮涨价毛利率下行，本轮涨价行情毛利率上涨行业

长江一级行业	长江三级行业	产业生命周期	2021Q1毛利率水平（%）	2021Q1毛利率水平所处历史分位水平	2021年以来涨跌幅（%,2021/1/1-2021/4/29）	2021年春节以来涨跌幅（%,2021/2/18-2021/4/29）
化学品	其他精细化工及新材料	行业洗牌期	22.9	19%	-0.1	3.3
化学品	钾肥	出清的末期	48.2	67%	9.6	7.4
电力及新能源设备	电网一次硬件	出清的末期	23.0	49%	5.6	-1.4
电力及新能源设备	电源设备	出清的末期	31.6	66%	-5.7	4.0
建筑工程	建筑装饰Ⅲ	出清的末期	18.4	79%	-6.2	6.6
国防军工	航天装备Ⅲ	出清的末期	26.2	94%	-19.2	-6.5
交通运输	港口	龙头进阶期	31.1	57%	-4.1	4.3
环保	大气治理Ⅲ	出清的末期	20.3	65%	-0.8	16.1
农产品	林木及加工Ⅲ	出清的末期	33.5	97%	-12.3	7.5
农产品	种业	出清的末期	22.2	92%	-24.3	-13.1
食品饮料	黄酒	行业洗牌期	42.5	56%	-26.2	11.5
食品饮料	其他酒类	出清的末期	59.1	79%	18.0	-2.7
食品饮料	乳制品	龙头进阶期	33.7	57%	-2.5	-6.8
计算机	通用硬件	出清的末期	23.8	99%	-15.8	-6.1
非金属材料	光伏玻璃	出清的末期	48.5	100%	-29.4	-24.3

图：前两轮涨价毛利率上涨，本轮涨价行情毛利率下行的行业

长江一级行业	长江三级行业	产业生命周期	2021Q1毛利率水平 (%)	2021Q1毛利率水平 所处历史分位水平	2021年以来涨跌幅 (%,2021/1/1-2021/4/29)	2021年春节以来涨跌幅 (%,2021/2/18-2021/4/29)
非金属材料	水泥制造	龙头进阶期	27.4	40%	-2.5	-0.7
化学品	无机盐	行业洗牌期	25.9	53%	4.8	11.6
化学品	农药	龙头进阶期	25.2	82%	2.8	-4.0
金属材料及矿业	铅锌	行业洗牌期	9.5	28%	-2.5	8.8
金属材料及矿业	铜	行业洗牌期	6.7	33%	18.6	0.7
金属材料及矿业	其他金属及材料Ⅲ	龙头进阶期	17.1	63%	1.2	4.3
金属材料及矿业	磁性材料	出清的末期	21.6	21%	-3.8	3.1
纸类及包装	生活用纸	龙头进阶期	40.5	88%	46.7	19.7
电力及新能源设备	其他电池	出清的末期	11.2	20%	-21.8	-4.8
机械设备	其它通用机械	龙头进阶期	26.8	61%	9.1	4.0
机械设备	船舶制造	行业洗牌期	11.0	35%	-14.1	3.9
建筑工程	房屋建设Ⅲ	出清的末期	8.8	32%	0.3	4.2
交通运输	综合服务商	出清的末期	20.1	83%	-8.2	2.3
环保	危废	行业洗牌期	25.2	51%	5.2	8.9
环保	生物质	行业洗牌期	23.4	0%	-13.3	2.3
环保	节能	出清的末期	19.3	39%	11.8	31.1
纺织服装	服装用纺织品	出清的末期	13.1	19%	-2.9	12.1
纺织服装	纺织品贸易	龙头进阶期	4.3	4%	7.9	23.7
家电制造	厨卫家电	出清的末期	41.3	57%	-2.2	2.3
家用装饰及休闲	其他家庭装饰	出清的末期	28.4	49%	-13.7	-2.7
汽车	卡车	龙头进阶期	8.1	3%	1.4	-15.0
医疗保健	CRO/CMO	龙头进阶期	38.2	29%	19.1	-7.9
医疗保健	中药	出清的末期	43.8	76%	6.4	-3.5
电子	LED应用	出清的末期	23.4	33%	-1.6	10.7
电子	光学元件	龙头进阶期	20.4	58%	-2.2	6.9
电子	显示器	龙头进阶期	14.7	59%	-9.5	2.2

资料来源：Wind，长江证券研究所

- 筛选思路：

➤ 行业是否能转嫁成本，主要受【自身供需格局】以及【产业链定价能力】的影响。我们筛选前两轮大宗商品涨价周期（2009年-2011Q1和2016年-2018Q2）中财务表现较好的行业。

➤ 具体方法：

➤ 结合长江策略“供给侧行业比较框架”，筛选出行业【供需格局较好】（出清末期、龙头进阶、部分行业洗牌），前两轮大宗商品涨价周期中【毛利率提升】的行业，本轮涨价周期中，成本涨价尚未传导至终端，或从通胀上行中受益。

➤ 结论，优选行业：农药、厨卫家电、CRO等。

图：2020 年疫情期间，海外营收有外需支撑的公司

	公司简称	长江一级行业	长江三级行业	2020年末出口同比	2019年海外营收占比	具体内容
疫情打开全球市场（长期受益）	海顺新材	纸类及包装	其他包装印刷	-14.5%	10.0%	今年有些国外药企准备在国内开发供应商，通过疫情考验，发现国内包材供应商供应能力较强，比如诺华制药今年也开始询单。
	理邦仪器	医疗保健	医疗器械Ⅲ	145.2%	55.6%	国际市场，此次疫情期间，公司先后向英国、西班牙、德国、法国、意大利等海外国家提供了数万台仪器设备，特别是英国市场，公司产品成功入驻了英国排名前200的大型医疗机构。
	迈瑞医疗	医疗保健	医疗器械Ⅲ		42.4%	今年，公司在新冠疫情下表现出的优异的产品性能和应急生产及交付能力，使得前三季度迈瑞在国际市场完成了约600家高端客户群突破，超过了历年国际市场高端客户群突破数之和。我们通过在北美、西欧等全球最顶尖的医院引入我们的产品。
	海尔生物	医疗保健	医疗器械Ⅲ	66.1%	22.7%	公司2020年海外市场保持快速增长，面对疫情对供应链、物流造成的严峻挑战，公司全力保障海外订单转化，并通过线上直播等模式持续与用户交互，快速拓展海外市场网络，有效覆盖了大量高端用户群，有力提升了公司在海外市场的产品竞争力与品牌影响力。
	汉宇集团	家电制造	家电零部件Ⅲ	-2.7%	62.3%	全球市场龙头地位得到进一步巩固，产品美誉度提升。
疫情期间，进口替代加速（长期受益）	欧科亿	机械设备	其它专用机械	13.4%	8.5%	目前，国内外需求旺盛，同时疫情造成海外部分供应出现缺口，加上国内技术突破瓶颈，这是替代的绝佳时机，进口和出口替代速度将会加快。
	国盛智科	机械设备	机床工具	-67.9%	14.8%	长期以来，以德国、日本为代表的海外品牌占据国内高端机床绝大部分份额，而2020年进口机床下滑，国产机床实现增长，表明国产份额正在提升，进口替代空间显著。
	拓邦股份	电子	其他电子产品制造	34.7%	55.5%	一是海外份额逐步向国内转移，主要是受益于国内的产业集群优势及工程师红利。

➤ 疫情造成【2020年海外供给不足为契机，切入海外供应链】机会：第一类，打入全球供应链。第二类，国内进口替代加速的行业，如部分医疗器械、机械等。

图：2020 年疫情期间受损上市公司一览

	公司简称	长江一级行业	长江三级行业	2020年末出口同比	2019年末出口占比	具体内容
需求恢复态势较好（订单充足/短期景气度高）	纳尔股份	纸类及包装	其他包装印刷	-2.1%	40.9%	影响在下半年基本消除。20年四季度开始，公司海外订单快速增长，公司正全力保障供应链资源、制造产能的充分释放以满足客户订单。
	沈阳化工	油气石化	油气炼制			2020年以来受新冠肺炎疫情影响，上半年国内和全球聚氨酯下游市场需求疲弱，开工率低，国内聚醚下游产业出口遇阻；下半年聚醚下游市场需求复苏，国外出口订单大幅增长
	潍柴动力	汽车	商用车零部件	-2.8%	40.8%	受欧美国疫情影响，2020年海外企业销售收入有所下降，利润也有下降，但运营得很好，没有出现亏损。一季度公司各项业务全面发力，大幅增长。
	长亮科技	计算机	金融信息化	-34.6%	11.5%	海外业务我们一直都在持续做实施，3月10日东南亚疫情解禁，目前我们已经派了两个团队去海外项目，从一季度的趋势来讲，景气度很高。
	冰轮环境	机械设备	制冷空调设备	-8.3%	20.1%	2020年海外订单下降，2021年订单饱满。
	中联重科	机械设备	工程机械	7.4%	8.2%	2021 年，全球范围内新冠疫苗接种覆盖率将持续提升，世界经济有望出现恢复性增长，工程机械产品出口有望得到明显提振。
	埃夫特-U	机械设备	其它通用机械		63.3%	欧洲从去年三季度开始逐渐恢复，四季度时疫情出现反复，四季度疫情反复对海外业务略有影响。受汽车行业复苏迹象影响以及随着疫苗的普遍接种预计今年一、二季度业务有明显恢复。
	佳士科技	机械设备	其它通用机械	7.5%	44.9%	目前公司海外订单饱满。
	杰瑞股份	机械设备	油气设备	19.1%	29.0%	电驱压裂设备受到油价暴跌影响尚未有海外订单，但随着国际油价持续走高，北美页岩油气勘探开发逐渐走出低谷开始活跃，具有竞争力的电驱压裂设备也迎来了市场机会。
	中密控股	机械设备	其它通用机械		5.5%	海外疫情的影响主要体现在需求端，目前公司国际业务在手订单充足，绝大部分能够在2021年确认收入。
	格林美	电力及新能源设备	电池材料			公司2021年三元前驱体销量将达到10万吨，高镍产品迅速增量，动力型前驱体比例有望突破85%。其中，三元高镍前驱体的出口量将大幅提升至4万吨。
	阳光电源	公用事业	新能源发电运营			储能业务主要是美国需求爆发。
	海利得	化学品	涤纶			2020 年受疫情影响，9 月份之后海外销售逐月提升。今年春节开工中国生产比较正常，对海外供应增量明显。四季度订单情况较好，价格有所提高，这部分因素与汇率变化综合后，其实毛利有所增加，目前公司一季度业绩有较高的增长。
	三友化工	化学品	粘胶			随着疫情逐步得到有效控制，下游需求恢复，进入补库存周期，同时出口需求向好；近期受期货带动，现货跟涨，尤其是国外受寒潮天气影响，出口需求增加，价格稳步上移，短期看景气度有望延续。

- 疫情造成【2020年外需受损，2021年会明显改善】机会：
- 第一类，提及受益于海外制造业回暖及美国地产后周期，短期景气度较高且订单充足。
- 第二类，提及疫后外需常态化修复为主（属于仍在均值回归中），如部分机械、有色和医疗器械等。

图：2020 年疫情期间受损上市公司一览

公司简称	长江一级行业	长江三级行业	2020年末出口同比	2019年末出口占比	具体内容
伊之密	机械设备	其它通用机械			受海外疫情影响，去年上半年公司海外市场业务面临较大挑战，但从去年下半年以来，公司的海外业务逐步改善。目前接单情况良好。
新美星	机械设备	印刷包装机械			2021 年随着国际疫情形势的好转，2021 年将重点恢复海外出口业务。
中大力德	机械设备	机械基础件	-43.8%	16.5%	去年海外收入减少，主要受疫情的影响，第一季度海外收入同比将会增加，针对原材料上涨，一部分通过内部消化，另一部分通过产品涨价，从去年 12 月到现在共进行了二次调价，工程机械、汽车、家电、钢结构等需求继续延续2020年四季度景气态势，预计未来一段时间仍保持较好态势，为板材需求和钢材价格提供支撑。
华菱钢铁	金属材料及矿业	普钢	-47.0%	5.4%	随着国外经济的不断恢复，国外相关产品价格也在不断上涨，公司出口产品具有较强竞争力，加之稳定的客户群体，将对公司2021年的钢材出口形成有力支撑。
首钢股份	金属材料及矿业	普钢		5.3%	随着海外新冠疫情的控制逐步向好，海外市场对未来经济恢复的信心增强，出口市场在2021年第一季度较2020年呈现复苏态势，预计全年公司产品出口情况将稳步回升。
中信特钢	金属材料及矿业	特钢			海外疫情从二季度开始发酵，到目前一直在持续，海外收入影响还是比较明显的，海外超声下降约四分之一，内镜下降约六分之一。海外新增确诊患者呈下降趋势，海外业务有望逐渐改善。
开立医疗	医疗保健	医疗器械Ⅲ		52.9%	3月份起由于境外疫情蔓延，境外客户需求放缓。自2020年6月份开始订单逐渐恢复，全年销售额实现了比去年同期增长。
爱博医疗	医疗保健	医疗器械Ⅲ	43.1%	3.7%	四季度延续了三季度环比向好的趋势，海外销售稳步恢复。并且，随着全球疫苗接种进程的推进，2021年将比2020年市场环境有所好转。
祥生医疗	医疗保健	医疗器械Ⅲ		79.2%	2021年市场预期存在传统纺织服装需求复苏的逻辑，包括海外需求恢复和补库存的可能。从需求恢复的进度看，全年整体复苏的大逻辑不变。
恒逸石化	油气石化	油气炼制		17.5%	目前海外业务在快速恢复，公司预计2021年海外业务恢复至2019年水平，也可能超过2019年。
银轮股份	汽车	商用车零部件	-12.4%	23.0%	本年度一、二月份的出口订单已基本恢复至2019年月均水平；国内业务基于2021年基站建设不会低于2020年的规划，公司对2021年通信领域的恢复持乐观预期。
新雷能	电力及新能源设备	电源设备			目前钛白粉需求有正常的增长，钛白粉下游主要是涂料，存量地产的装修需求和海外地产复苏以及未来国内地产竣工面积的恢复将贡献长期的韧性需求。
龙蟠佰利	化学品	钛白粉			若海外疫情逐步得到有效控制，海外5G建设需求预计也将获得回暖，公司将密切关注形势变化，并积极维护国际客户关系、加强海外供应链管理。
深南电路	电子	印制电路板	8.0%	27.3%	2020年受疫情尤其海外地域影响，预计总体市场规模有所下滑，但2021年有望恢复增速。公司对今年海外恢复持理性乐观的态度。2020年被抑制的需求会集中爆发，此前暂停的订单项目也会重新恢复启动。
洲明科技	电子	LED应用			

需求恢复稳定
(2021年业绩随外需恢复常态化/改善)

- 疫情造成【2020年外需受损，2021年会明显改善】机会：
- 第一类，提及受益于海外制造业回暖及美国地产后周期，短期景气度较高且订单充足。
- 第二类，提及疫后外需常态化修复为主（属于仍在均值回归中），如部分机械、有色和医疗器械等。

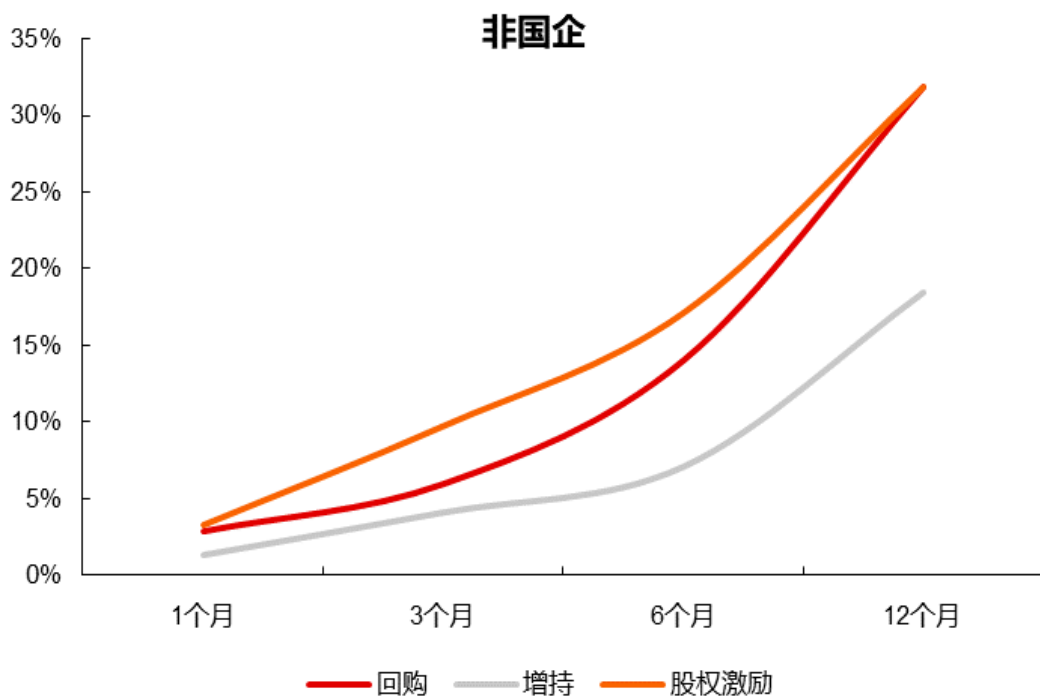
04

主题策略

国企改革+股权激励

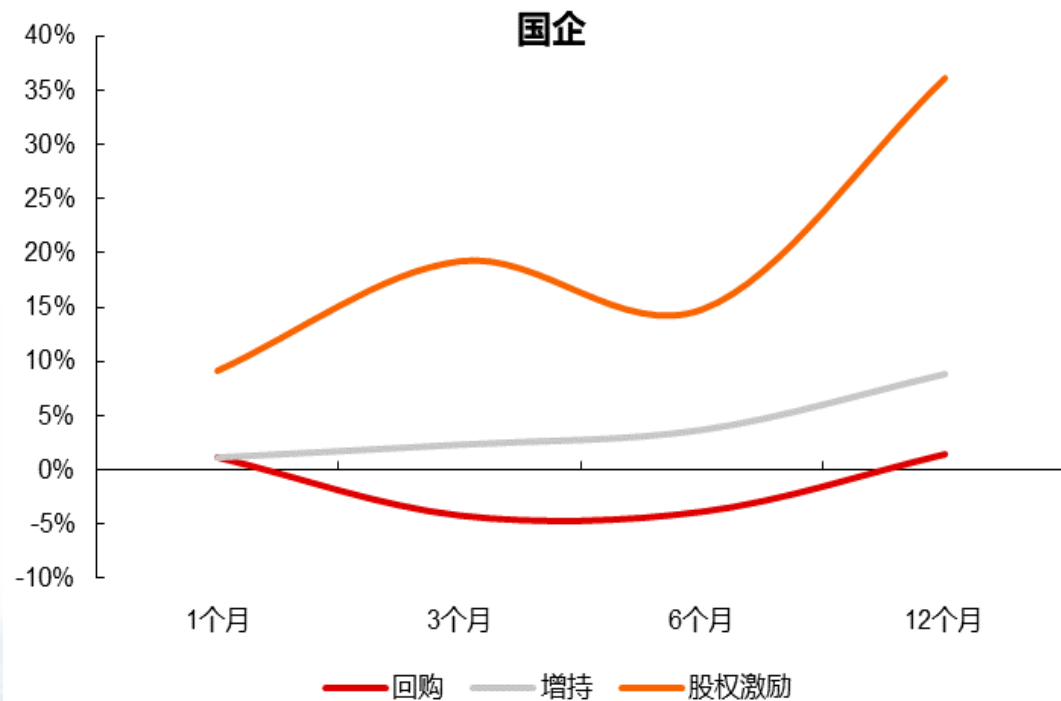
- 2012-2013年上市公司在进行回购、增持或股权激励后，均能在年内取得不错的超额收益。之所以选用2012-2013年进行回测，是因为：一方面这两年同样是“弱指数，强结构”的市场环境，另一方面2013年也是M2和社融同比双降的宏观环境。通过分别回测增持、回购、股权激励后的短期超额收益和长期累计超额收益来检验三种方案的效果。可以看到，随着时间的拉长，国企和非国企年内不同时间长度均能取得不同程度的超额收益。

图：结构市中，非国企产业资本行为均能取得超额收益



资料来源：Wind，长江证券研究所。注：纵轴为区间相对沪深300指数超额收益，取中位值，右同

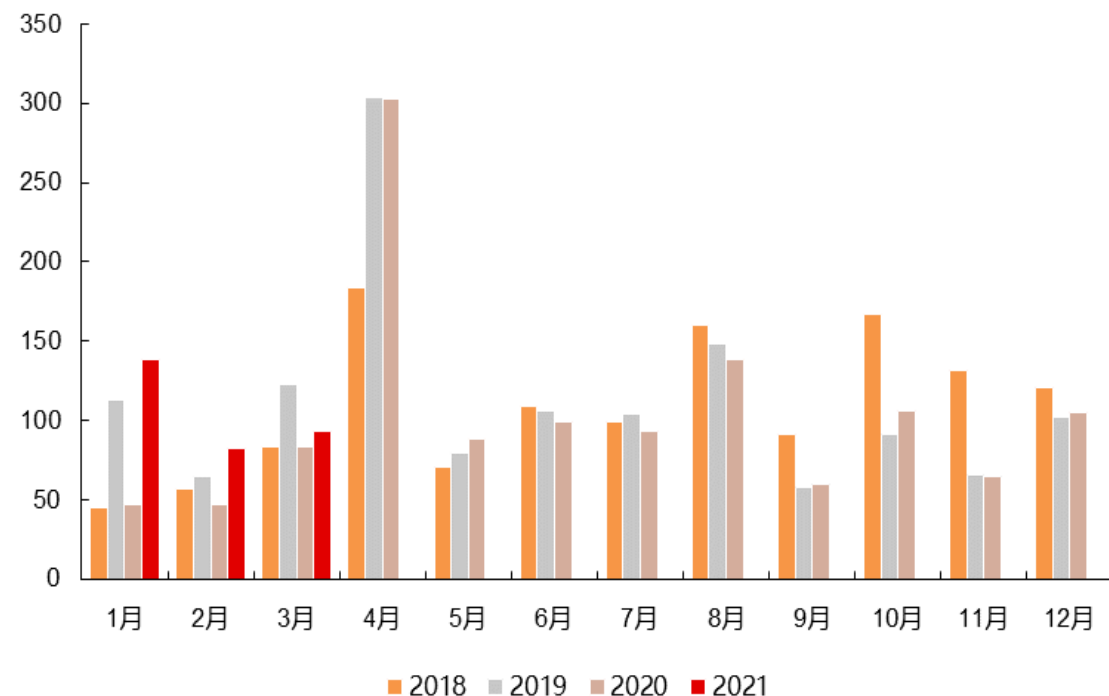
图：国企受样本数量较少影响，但年内仍均有机会



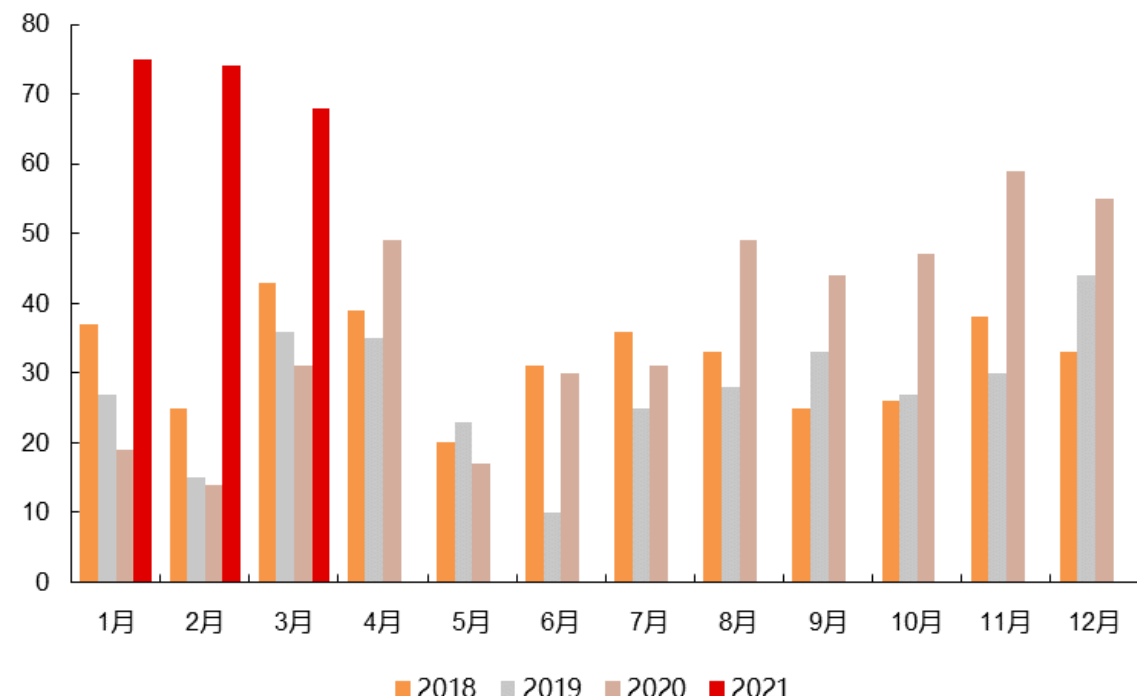
资料来源：Wind，长江证券研究所

- 自2018年起，上市公司回购数量增至千例以上，近三年分别有1317、1359、1234起回购案例。而今年1-3月回购数分别达到138、82和93例，除3月低于2019年同期，一季度回购数均高于过去三年同期。
- 股权激励方面，2021年一季度的数量大幅提升。2021年1-3月股权激励方案数量分别为75、74和68例，均高于过去三年同期数量。

图：2021Q1上市公司回购数高于过去三年历史同期（例）

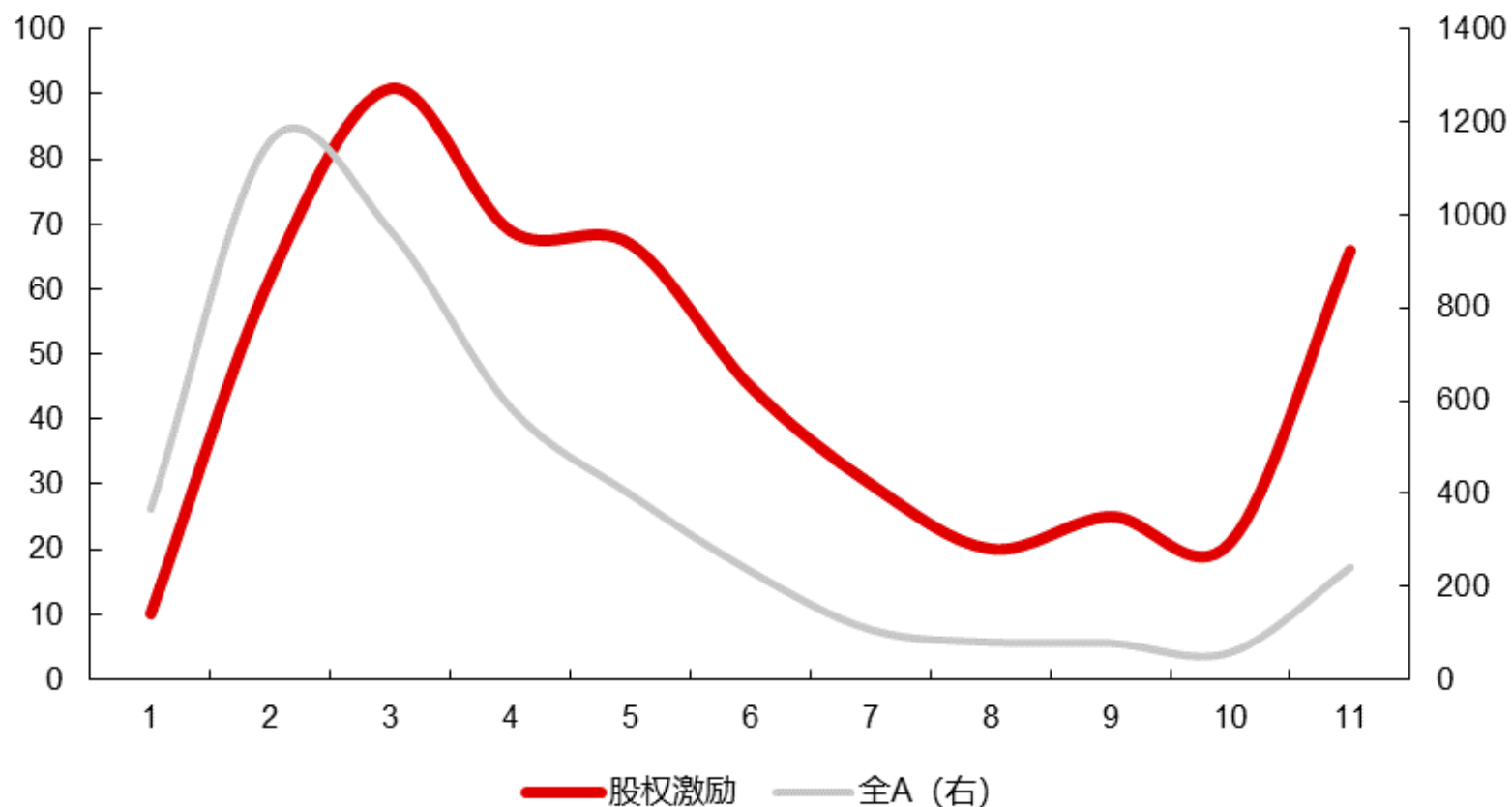


图：2021年1-3月股权激励数量均显著高于过去三年同期（例）



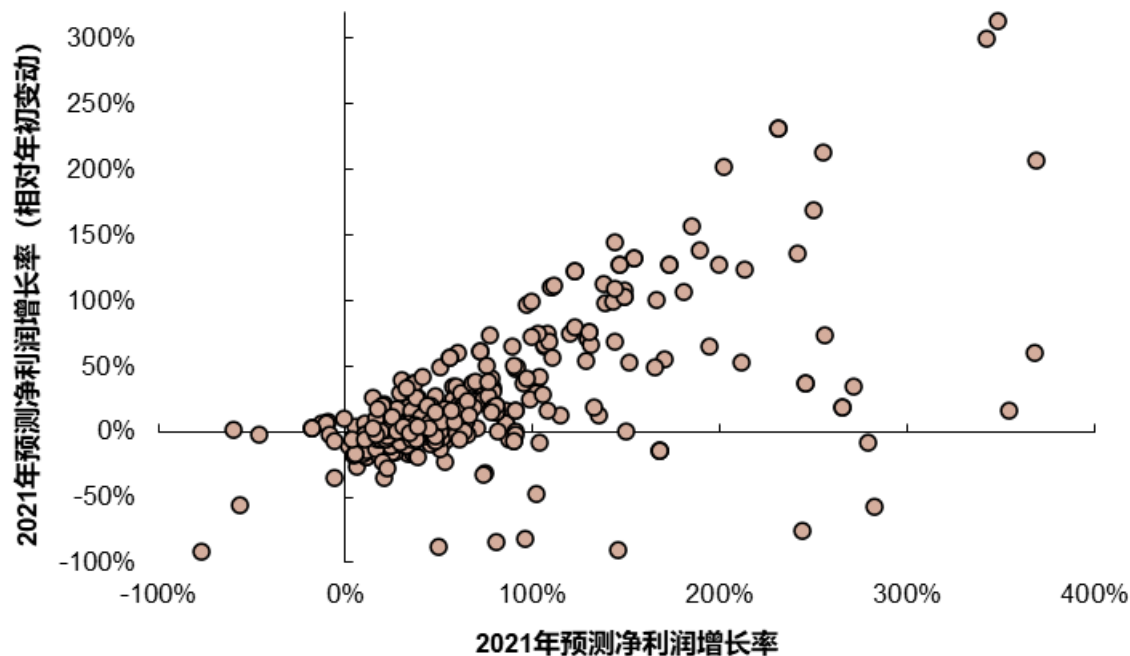
➤ 2020年以来实行股权激励的个股，多数个股估值仍处较低位。2020年以来实行股权激励的公司，当前PB估值不足5倍的约60%。

图：2020年至今实行股权激励的公司，多数个股PB估值分布于低位

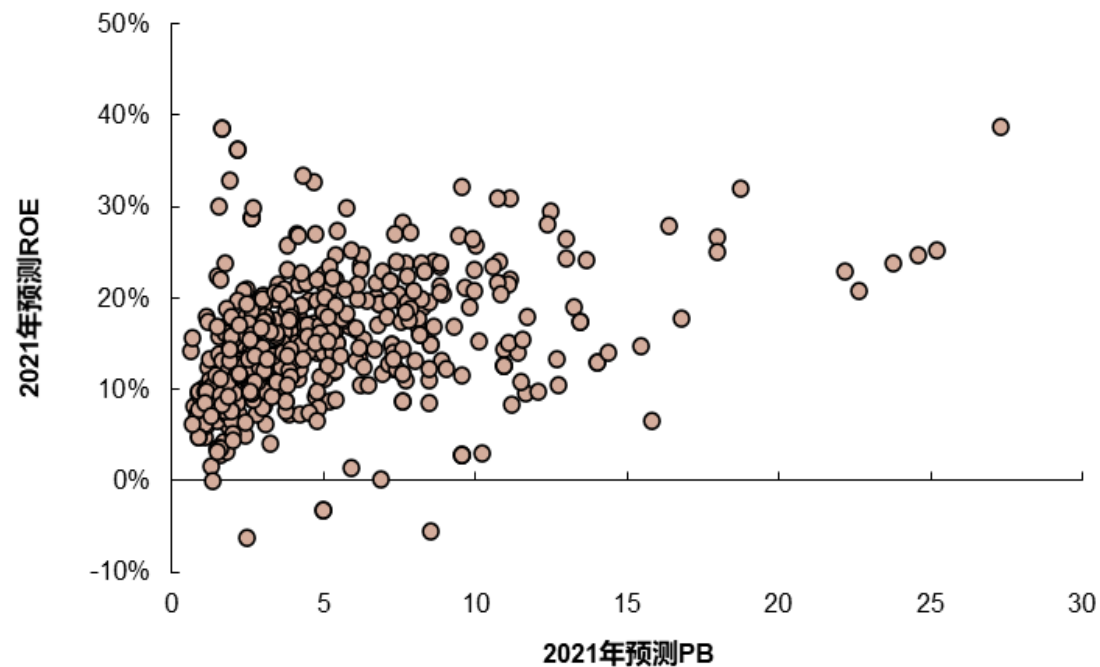


- 多数实行股权激励的个股相对年初2021业绩预期提高。2020年至今实行股权激励的上市公司，当前相对年初2021年业绩预期多有提升，且大部分预测净利润增速均相对较好。

图：2020年至今实行股权激励公司，2021年业绩预期多有提升



图：2021预测PB-ROE



➤ **2020年至今实行股权激励的国企组合。**我们筛选标准如下：①持有基金（主动型）数量超过10家；②年初至今业绩预期变动为正；③激励标的为股票。具体组合筛选如下：

图：2020年至今实行股权激励的国企组合

代码	名称	公司属性	长江一级行业	长江三级行业	2020Q3 ROE TTM	总市值 (亿元)	PE-TTM	方案进度	激励总数占当时 总股本比例(%)	有效期 (年)
601899.SH	紫金矿业	地方国有企业	金属材料及矿业	铜	11.16	2,605.91	40.0	实施	0.39	6
000725.SZ	京东方A	地方国有企业	电子	显示面板	2.51	2,421.97	48.1	实施	0.92	5
601668.SH	中国建筑	中央国有企业	建筑工程	房屋建设Ⅲ	14.85	2,189.69	5.1	实施	2.17	10
601688.SH	华泰证券	地方国有企业	综合金融	证券	8.97	1,523.97	14.1	实施	0.50	6
601211.SH	国泰君安	地方国有企业	综合金融	证券	8.17	1,426.24	12.8	实施	1.00	6
600600.SH	青岛啤酒	地方国有企业	食品饮料	啤酒	10.54	1,199.12	54.5	实施	1.00	6
601238.SH	广汽集团	地方国有企业	汽车	乘用车	6.36	1,158.28	19.4	实施	1.00	5
000625.SZ	长安汽车	中央国有企业	汽车	乘用车	7.36	860.00	25.9	实施	1.76	6
600845.SH	宝信软件	中央国有企业	计算机	互联网服务及基础架构	17.97	716.37	55.1	实施	1.49	6
000488.SZ	晨鸣纸业	地方国有企业	纸类及包装	工业用纸	7.13	319.01	18.6	实施	2.74	5
600549.SH	厦门钨业	地方国有企业	金属材料及矿业	其他金属及材料Ⅲ	7.05	253.77	41.3	实施	0.89	5
600153.SH	建发股份	地方国有企业	交通运输	物流及供应链Ⅲ	17.48	250.27	4.4	实施	1.00	5
000933.SZ	神火股份	地方国有企业	金属材料及矿业	铝	-14.58	246.58	27.3	董事会预案	1.00	6
300747.SZ	锐科激光	中央国有企业	电子	其他电子产品制造	9.18	234.46	104.2	董事会预案	1.00	5
600057.SH	厦门象屿	地方国有企业	交通运输	物流及供应链Ⅲ	8.80	146.28	11.3	实施	1.00	6
688568.SH	中科星图	中央国有企业	计算机	其他专用软件	10.23	106.33	72.1	实施	1.25	6
000026.SZ	飞亚达	中央国有企业	商业贸易	黄金珠宝	9.17	69.81	16.4	实施	1.79	5

- 1.疫苗接种与经济修复不及预期;
- 2.国内融资环境与产业政策变化。

研究团队

分析师 包承超

SAC执业证书编号: S0490518040002

电话: (8621) 61118778

电邮: baocc@cjsc.com.cn

分析师 邓宇林

SAC执业证书编号: S0490520080020

电话: (8621) 61118703

电邮: dengyl@cjsc.com.cn

联系人 吴安东

电话: (8621) 61118703

电邮: wuad@cjsc.com.cn

联系人 万清昱

电话: (8621) 61118703

电邮: wanqy@cjsc.com.cn

联系人 毛晨

电话: (8621) 61118703

电邮: maochen@cjsc.com.cn

办公地址

上海

Add/浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场一
座29层
P.C/200122

武汉

Add/武汉市新华路特8号11楼
P.C/430015

深圳

Add/深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广
场3期36楼
P.C/518000

北京

Add/西城区金融街33号通泰大厦15层
P.C/100032

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与,不与,也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系,特此声明。

行业评级	报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



THANKS 感谢倾听

汇聚财智
共享成长